

05. Januar 2018

# Kapitalmarktbericht USA

## Nr. 1: Acht Jahre Wachstum

**KONJUNKTUR UND GELDPOLITIK:** Gemäß der finalen Schätzung wuchs die US-Wirtschaft im dritten Quartal 2017 mit einer Rate von 3,2%. Zwar liegen die Wirtschaftsdaten für das vierte Quartal bislang noch nicht vor, eine historisch niedrige Arbeitslosenquote, gestiegene Einzelhandelsumsätze, eine zunehmende Kapazitätsauslastung und optimistische Wirtschaftsteilnehmer sind einige der Faktoren, die für eine Fortsetzung der konjunkturellen Expansion sprechen. Zusätzlicher Rückenwind dürfte 2018 von der Steuerreform ausgehen. Im Gegensatz zum Wirtschaftswachstum fällt die Preisentwicklung in den USA weiterhin enttäuschend aus. Dennoch hat die Fed die Leitzinsen im Dezember ein weiteres Mal angehoben.

**RENTENMARKT:** Die Rendite 2-jähriger Staatsanleihen hat in den vergangenen zwei Monaten die Anfang September eingeschlagene Aufwärtsbewegung eindrucksvoll fortgesetzt, was zum einen an der Leitzinsanhebung im Dezember und an den Markterwartungen an eine Fortsetzung des Leitzinserhöhungszyklus in 2018 lag. Die Rendite langlaufender Staatsanleihen stieg hingegen trotz positiver Konjunkturzahlen nur geringfügig an, was vor allem am schwachen Preisauftrieb lag.

**AKTIENMARKT:** Die US-Aktienmärkte haben im November und Dezember ihren kontinuierlichen Aufwärtstrend, vor allem dank der Verabschiedung einer umfassenden Steuerreform, fortgesetzt. Spekulationen wonach das Weiße Haus einen Plan für ein Infrastrukturprogramm vorbereite, gaben Aktien zusätzlich Schub. Mit einer Fortsetzung einer derart dynamischen Entwicklung bei den Aktienkursen in den kommenden Monaten rechnen wir vor allem aufgrund der inzwischen hohen Bewertungen, die Gewinnmitnahmen provozieren könnten, zwar nicht, bleiben aber grundsätzlich optimistisch.

- Dr. Torsten Gruber
- Bernhard Spitz

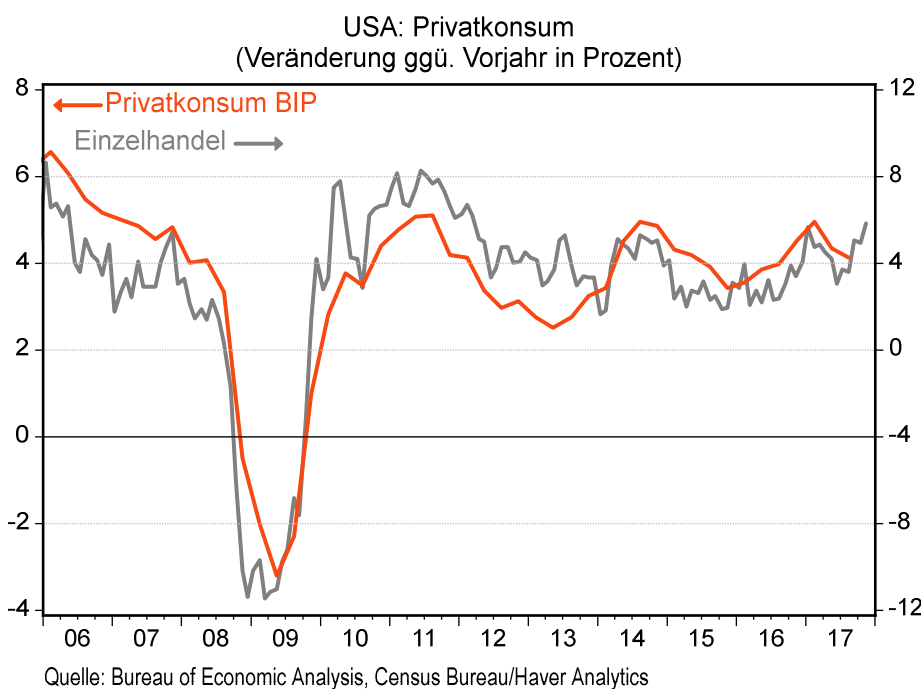
## Konjunktur und Geldpolitik

Trotz der Beeinträchtigungen durch die verheerenden Wirbelstürme war das Bureau of Economic Analysis schon Ende Oktober in einer ersten Schätzung von einem Wirtschaftswachstum im dritten Quartal in Höhe von 3,0% im annualisierten Quartalsvergleich ausgegangen. In der im Dezember veröffentlichten dritten und letzten Schätzung geht das Bureau nun sogar von einem Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 3,2% aus. Im Vergleich zu der vorherigen Schätzung hat der Privatkonsum zwar etwas weniger zum Wirtschaftswachstum beigetragen, der Beitrag der öffentlichen Ausgaben (von Staats- und Regionalregierung) stellte sich hingegen in der dritten Schätzung positiver dar als zuvor berechnet, was vor allem auf öffentliche Bauprojekten zurückzuführen ist. Schon in den Schätzungen zuvor zeichnete sich ab, dass ein bedeutender Teil der Wirtschaftswachstum auf die Lagerbestände zurückgeht. In der dritten Schätzung wurde diese Entwicklung bestätigt. Ebenfalls konnten in der dritten Schätzung des BIP die positiven Wachstumsbeiträge der Investitionen und der Nettoexporte bestätigt werden.

*US-BIP wächst im dritten Quartal um 3,2%.*

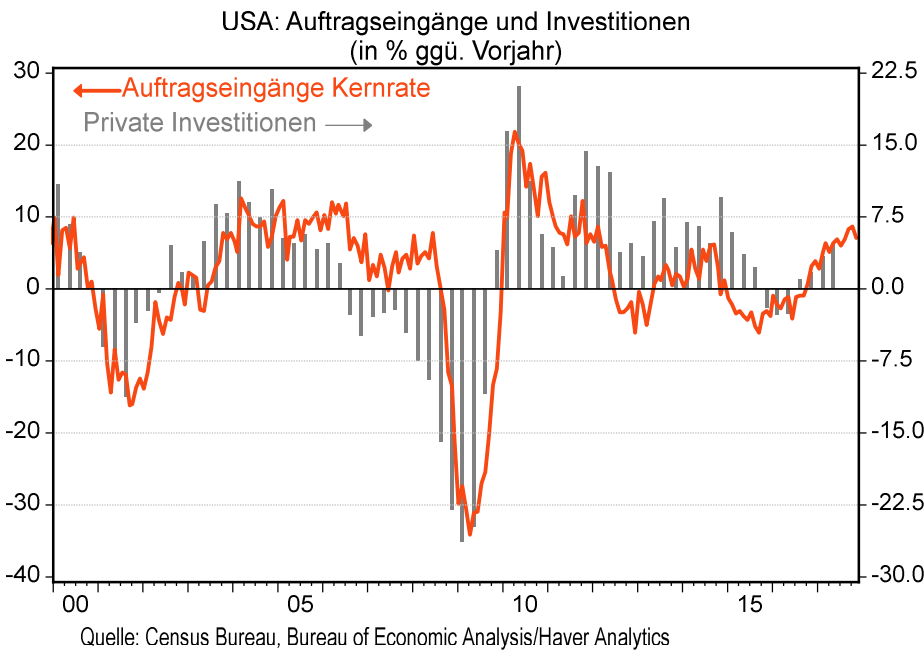
Nachdem die US-Wirtschaft mit schwachen BIP-Zahlen in das erste Quartal 2017 gestartet war (viele Analysten vermuten hinter den schwachen Zahlen zum Jahresauftakt weniger eine konjunkturelle Eintrübung sondern vielmehr Probleme bei der Saisonbereinigung), stellte sich das Wachstum im zweiten Quartal wieder deutlich stärker und im dritten Quartal sogar so stark wie zuletzt Anfang 2015 dar. Die Wachstumsraten sind zwar für US-amerikanische Verhältnisse nicht spektakulär, die aktuelle konjunkturelle Expansionsphase dauert aber nun bereits acht Jahre an und erweist sich damit als ausgesprochen langlebig (seit dem Ende des 2. Weltkrieges dauerte ein Aufschwung im Durchschnitt lediglich knapp 5 Jahre). Die Daten zum Wirtschaftswachstum des vierten Quartals liegen erst ab Ende Januar vor, aber schon jetzt zeichnet sich auch für das finale Quartal 2017 eine Fortsetzung des Expansionskurses ab.

*Phase konjunktureller Expansion dauert bereits acht Jahre an.*



Der Konsum der Privathaushalte dürfte wie schon in den vergangenen Quartalen auch im vierten Quartal 2017 die wichtigste Komponente für das Wirtschaftswachstum darstellen. Neben einer ausgesprochen robusten Verfassung des Arbeitsmarktes, mit einer historisch niedrigen Arbeitslosenquote, spricht auch die positive Entwicklung bei den Einzelhandelsumsätzen für einen robusten Privatkonsum. Im November lag die Zuwachsrate der Umsätze im Einzelhandel gegenüber dem Vorjahreswert bei nominal 5,8%. Noch zur Jahresmitte hatte dieser um saisonale Effekte bereinigte Wert lediglich 3,0% betragen. Die Konsumlaune von Verbraucher hat in den vergangenen Monaten demnach kräftig zugelegt.

*Robuster Arbeitsmarkt und gestiegene Einzelhandelsumsätze sprechen für starken Privatkonsum in Q4.*



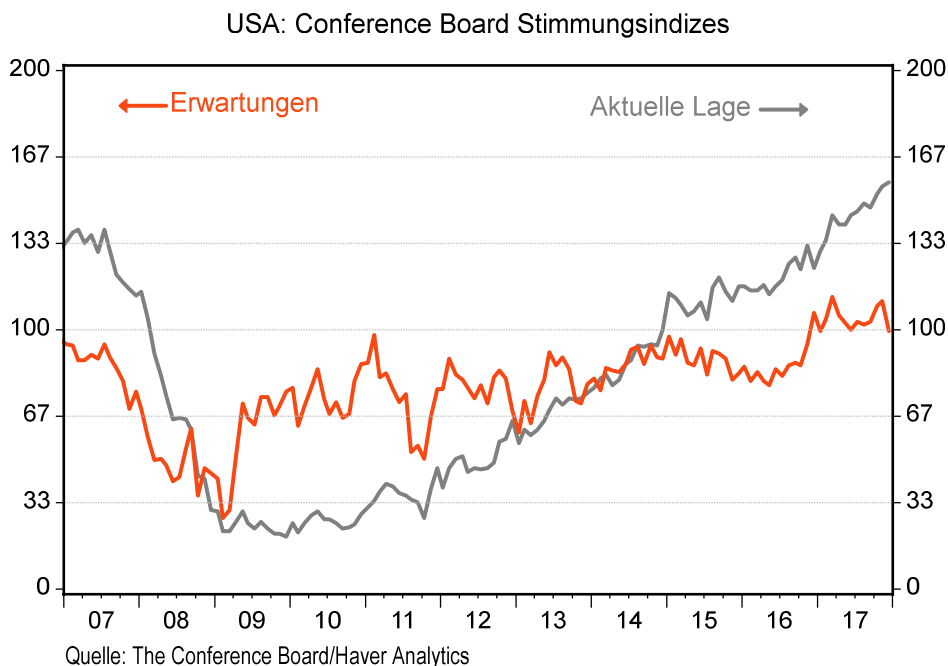
Die solide Nachfrage sowohl aus dem Inland als auch aus dem Ausland sorgt dafür, dass immer mehr Unternehmen an ihre Kapazitätsgrenzen stossen. Der Auslastungsgrad der Industrieunternehmen liegt zwar weiter unter dem Niveau, das vor der Finanz- und Wirtschaftskrise erreicht wurde, hat sich 2017 aber auf dieses Niveau zubewegt und liegt im Dezember bei 77,1% (der langjährige Durchschnittswert liegt bei ca. 80%). Unternehmen investieren daher mehr in Ausrüstungen, was sich im dritten Quartal in einer deutlichen Zuwachsrate bei den Ausrüstungsinvestitionen von 6,4% gegenüber dem Vorjahresniveau zeigte. Neben dem höheren Auslastungsgrad haben auch die höheren Unternehmensgewinne zu einer gestiegenen Investitionsneigung beigetragen. Hoffnungen auf Steuersenkungen könnten ebenfalls eine Rolle spielen. Auf eine weiter stabile und damit positive Investitionsentwicklung deutet das hohe Volumen an Auftragseingängen hin, das zuletzt in der Kernrate (also ohne den volatilen Transportsektor) um fast 7% gegenüber dem Vorjahr gestiegen ist.

*Anstieg bei den Auftragseingängen begünstigt Investitionsentwicklung.*

Der US-Arbeitsmarkt kann weiter von dem anhaltenden konjunkturellen Expansion profitieren. Zwar hat sich die Beschäftigungsdynamik zuletzt etwas verlangsamt, was sich in etwas weniger starken Stellenaufbau ausdrückt, die Arbeitslosenquote liegt aber mit 4,1% so niedrig wie zuletzt vor 16 Jahren. Auch Verbraucher beurteilen die Lage auf dem Arbeitsmarkt ausgesprochen positiv. Laut einer Befragung durch das Conference Board waren im Dezember nur noch 15,2% der Meinung, dass es aktuell schwierig sei, einen Job zu finden. Ein derart niedriger Wert

*Arbeitslosenquote so niedrig wie zuletzt vor 16 Jahren.*

wurde zuletzt Mitte 2001 erreicht. Was die Entwicklung in den kommenden Monaten angeht, sind Arbeitnehmer nicht ganz so positiv gestimmt (die abgeschwächte Dynamik bei Stellenaufbau scheint den Konsumenten bei dieser Einschätzung Recht zu geben). So waren lediglich 18,4% im Dezember der Meinung, dass in den kommenden Monaten mehr Jobs verfügbar sein werden. Im November hatte dieser Wert noch 21,3% betragen.



Trotz dieser skeptischen Haltung der Konsumenten bezüglich einer Fortsetzung des dynamischen Stellenaufbaus, gehen die Konsumenten davon aus, dass die positive konjunkturelle Entwicklung auf absehbare Zeit anhalten wird. Der Index des Conference Boards zu den Erwartungen der Konsumenten ist zwar im Dezember deutlich von 111,0 Punkte auf 99,1 Punkte gefallen, liegt aber immer noch auf hohem Niveau. Der Index zur Einschätzung der aktuellen Lage erreichte im Dezember sogar den höchsten Stand seit 2001. Neben den Verbrauchern sind auch die Unternehmen optimistisch gestimmt. Der nationale vom Institute for Supply Management erhobene Stimmungsindex liegt weiterhin im expansiven Bereich und regionale Stimmungsindizes, wie der Index der Federal Reserve Bank of Dallas, der die Stimmung von Herstellern in Texas verfolgt, haben im Dezember neue Mehrjahreshöchststände erreicht. Besonders rasant hat sich zuletzt die Stimmung bei kleinen und mittelständischen Unternehmen entwickelt. Der Stimmungsindikator der National Federation of Industry Business konnte im November den zweithöchsten Stand aller Zeiten erreichen. Profitiert hat der Index vor allem von der Aussicht auf eine Steuerreform, von der sich die Unternehmenschefs niedrigere Steuern erhoffen.

Die Steuerreform, ein wichtiges Projekt der Trump-Administration, erhielt im Dezember, nach mehreren Verzögerungen, endlich genügend Unterstützer im Senat und Repräsentantenhaus. Besonders im Senat, in dem die regierenden Republikaner lediglich eine Mehrheit von 52 zu 48 Sitze haben, war lange um die Ausgestaltung der Steuerreform gerungen worden. Da diese Mehrheit ab voraussichtlich Januar aufgrund der von den Republikanern verlorenen Wahl in Alabama auf 51 zu 49 Sitze zusammenschrumpfen wird, hatte eine Einigung an

*Ausgeprägter Optimismus unter Konsumenten und Unternehmen.*

*US-Kongress einigt sich auf Steuerreform.*

Dringlichkeit hinzugewonnen. Im Dezember haben sich dann Repräsentantenhaus und Senat auf einen Entwurf verständigt und US-Präsident Trump unterzeichnete den „Tax Cuts and Jobs Act“ nur kurze Zeit später. Die finale Version der Steuerreform sieht dauerhafte Steuersenkung für Unternehmen und Erleichterungen bei der Einkommenssteuer, die bis 2025 befristet sind, vor (und unterscheidet sich in einigen Punkten von zuvor diskutierten Reformentwürfen):

- Der Körperschaftssteuersatz wird von 35% auf 21% gesenkt.
- Es wird eine befristete 100%-ige Sofortabschreibung bei bestimmten Investitionen eingeführt, die ab 2022 stufenweise ausläuft. Zur Gegenfinanzierung schränkt das Gesetz unter anderem die Absetzbarkeit von Zinsausgaben auf 30% des Gewinns ein.
- Drastisch ändern wird sich die steuerliche Behandlung von im Ausland erzielten Gewinnen. Bislang ist bei einer Rückführung dieses Geldes der volle Steuersatz von 35 Prozent fällig. Die Reform sieht jetzt nur noch eine Steuer von 15,5% und 8% vor, je nachdem, wie liquide die Mittel sind. Das ist besonders relevant für Technologieunternehmen, die viel Geld im Ausland horten (beim Elektronikkonzern Apple sind es mehr als 250 Milliarden Dollar).
- Die Einkommenssteuersätze werden bis 2025 befristet über fast das gesamte Spektrum gesenkt, so etwas der Spitzensatz von 39,6% auf 37%.

Verglichen mit der aktuellen Gesetzeslage dürfte das Paket über die nächsten zehn Jahre zu Steuerausfällen in Höhe von 1.456 Mrd. US-Dollar führen, schätzt das *Joint Committee on Taxation*. Zwar weist dieser überparteiliche Kongressausschuss in einer Publikation darauf hin, dass bei dieser Schätzung Steuermehreinnahmen in Höhe von 451 Mrd. US-Dollar, die aufgrund eines stärkeren Wirtschaftswachstums generiert werden sollen, nicht berücksichtigt sind (genau wie höhere Staatsausgaben in Höhe von 66 Mrd. US-Dollar aufgrund einer höheren Zinsrate, die durch die höhere Staatsverschuldung hervorgerufen wird). Dennoch wird die Staatsverschuldung insgesamt damit weiter zunehmen – sollten keine weiteren Anpassungen bei der Fiskalpolitik gemacht werden – was im nächsten Abschwung den Spielraum für finanzpolitische Impulse verringert. Mit dem Rückenwind durch die Steuerreform, zusätzlich zum robusten Arbeitsmarkt und dem anhaltenden Optimismus unter Verbrauchern und Unternehmen, dürfte sich der wirtschaftliche Aufschwung in der US-Wirtschaft nicht nur im vierten Quartal 2017 fortsetzen, sondern bis in das Jahr 2018 hineinreichen.

*Hohe Steuerausfälle durch Steuerreform erwartet.*

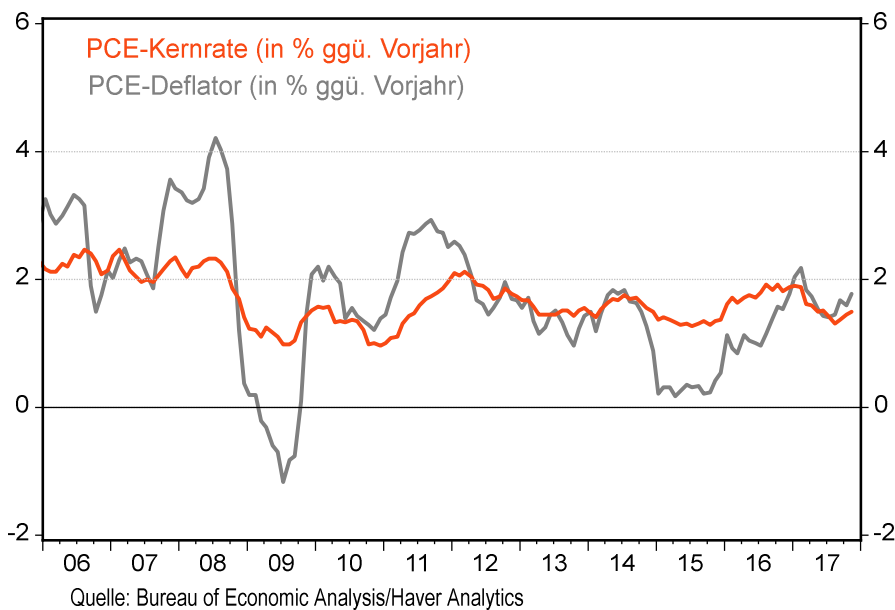
**Die US-Wirtschaft legte gemäß der finalen Schätzung im dritten Quartal 2017 um 3,2% im annualisierten Quartalsvergleich zu. Für das vierte Quartal liegen zwar bislang noch keine Daten zum Wirtschaftswachstum vor, eine historisch niedrige Arbeitslosenquote, gestiegene Einzelhandelsumsätze, eine zunehmende Kapazitätsauslastung und optimistische Wirtschaftsteilnehmer sind jedoch einige der Faktoren, die für eine Fortsetzung der konjunkturellen Expansion sprechen. Für das Jahr 2018 rechnen wir mit einer gegenüber 2017 leicht erhöhten Konjunkturpolitik, sodass mit einer erwarteten Wachstumsrate von 2,5% wieder die langjährige Durchschnittsrate der US-Wirtschaft erreicht werden dürfte.**

Im Gegensatz zum Wirtschaftswachstum fällt die Preisentwicklung in den USA enttäuschend aus. Besonders die Kernrate der Inflation geht, nach einem kurzen

*Enttäuschende Preisentwicklung.*

Ausflug auf 1,8% (als Jahresveränderungsrate), wieder auf 1,7% und damit auf das seit Mai bestehende Niveau, zurück. Die Gesamtinflation kann lediglich aufgrund von höheren Energiepreisen bis auf 2,2% zulegen. Erwartungen einer Verlängerung der Ölproduktionskürzungen wichtiger Förderländer sowie politische Konflikte im Nahen Osten haben, bei gleichzeitig dynamischer Nachfrageentwicklung, die Rohölpreise in den vergangenen Monaten deutlich ansteigen lassen. Die US-Notenbank (Fed) erwartet trotz der konjunkturellen Dynamik nur einen langsamen Anstieg der Inflationsrate und prognostiziert erst in 2019 ein Erreichen der Zielrate von 2% (PCE-Deflator). Bisher liegt der von der Fed besonders aufmerksam beachtete PCE-Deflator noch bei 1,7%, als Kernrate bei 1,5%.

USA: PCE-Deflator



Trotz der verhaltenen Inflationsentwicklung hat die Fed nach dem zweitägigen Treffen des Offenmarktausschusses (FOMC) Mitte Dezember die Leitzinsen zum dritten Mal in 2017 erhöht. Damit setzt die Fed ihren eingeschlagenen Normalisierungskurs der Geldpolitik fort und rechtfertigt die Zinserhöhung mit der konjunkturellen Entwicklung, die auch eine Anhebung der Fed-Wachstumsprognosen zur Folge hatte. Nach der Erhöhung um 25 Basispunkte liegt das Zielband für die Fed-Funds Rate nun zwischen 1,25% und 1,5%. Die Entscheidung im FOMC-Rat ist jedoch nicht einstimmig ausgefallen. Die Präsidenten der regionalen Notenbanken in Minneapolis und Chicago haben sich gegen die Entscheidung ausgesprochen und votierten für unveränderte Leitzinsen. Insgesamt hatte die Mehrheit der Marktteilnehmer mit diesem Zinsschritt gerechnet und die Marktteilnehmer spekulierten vor allem wie die Zinsprojektionen der Währungshüter aussehen würden. Einige Analysten vermuteten im Vorfeld zur Fed-Sitzung, dass die FOMC-Mitglieder vor dem Hintergrund der robusten Wirtschaftsentwicklung ihre Zinserwartungen nach oben schrauben würden. Die Fed-Mitglieder blieben aber im Median bei ihrer Zinsprognose und gehen in 2018 weiter von drei Zinserhöhungen (und in 2019 von 2 Leitzinserhöhungen) aus. Allerdings steht diese Prognose nun auf schwächeren Füßen, da nun mehr FOMC-Mitglieder ein niedrigeres Zinsniveau erwarten. Die Marktteilnehmer sind bei ihrer Zinsprognose etwas vorsichtiger als die FOMC-Mitglieder. Die implizite Wahrscheinlichkeit (gemessen an dem Fed Funds Future) für ein Leitzinsniveau von 2,0% oder mehr bis Ende 2018 liegt lediglich bei ca. 35%.

*Fed erhöht Leitzinsen ein drittes Mal in 2017.*

Die Skepsis der Marktteilnehmer bezüglich der Zinsprognosen der FOMC-Mitglieder dürfte auch an den personellen Veränderungen liegen, die in der Fed anstehen. Neben der Fed-Vorsitzenden Janet Yellen verlässt auch der Vizevorsitzende, Stanley Fischer, die Notenbank. Daneben werden in diesem Jahr auch einige Vertreter aus den Regionen ihr Stimmrecht im Offenmarktausschuss verlieren, da die Stimmrechte der regionalen Notenbanken rotieren. Eine eher ungewöhnliche Situation entsteht durch die vielen Vakanzen im Board of Governors. Dadurch stehen aktuell bei zinspolitischen Entscheidungen im FOMC vier Governors fünf regionalen Fed-Präsidenten gegenüber. Während das Board of Governors mit insgesamt sieben Positionen und seiner in der Regel geschlossenen Haltung normalerweise die Oberhand bei geldpolitischen Entscheidungen hat, ist der Einfluss der regionalen Notenbank-Präsidenten nun größer. Zwar dürften die nachrückenden regionalen Fed-Präsidenten und der neue Fed-Präsident Jerome Powell den Zinserhöhungspfad nach jetzigem Stand mittragen, mit Sicherheit lässt sich das jedoch nicht sagen.

*Im FOMC stehen in 2018 einige personelle Veränderungen an.*

**Im Gegensatz zum Wirtschaftswachstum fällt die Inflation in den USA enttäuschend aus. Trotzdem hat die US-Notenbank auf ihrer Dezember-Sitzung die Leitzinsen um 25 Basispunkte erhöht, sodass die Fed-Funds Rate nun zwischen 1,25% und 1,5% liegt. Für 2018 gehen die FOMC-Mitglieder weiter von drei Zinserhöhungen aus. Nur eine Minderheit der Marktteilnehmer traut dieser Zinsprognose bislang, was auch an den in 2018 anstehenden personellen Veränderungen innerhalb der Fed liegen dürfte.**

## Rentenmarkt

Die Zinserhöhung der Federal Reserve im Dezember war gut vorbereitet gewesen, sodass sich die unmittelbare Reaktion am Rentenmarkt in Grenzen hielt. Die Renditen von 2-jährigen und 10-jährigen US-Treasuries sind nach Veröffentlichung der neuen Zinsprojektionen der FOMC-Mitglieder lediglich um 3 Basispunkte gefallen, da einige Marktteilnehmer offensichtlich die Chance gesehen hatten, dass vier Zinsschritte im nächsten Jahr angepeilt werden könnten. Über den gesamten Betrachtungszeitraum der vergangenen zwei Monaten setzte die Rendite 2-jähriger Staatsanleihen die Anfang September begonnene kontinuierliche Aufwärtsbewegung fort und liegt inzwischen um satte 60 Basispunkte höher als noch vor 3 Monaten. Alleine mit der Erhöhung der Leitzinsen im Dezember um 25 Basispunkte lässt sich diese Entwicklung nicht erklären, vielmehr drückt sich in diesem Renditeanstieg der 2-jährigen T-Notes die Markterwartung in einen sich in 2018 fortsetzenden Zinserhöhungszyklus aus.

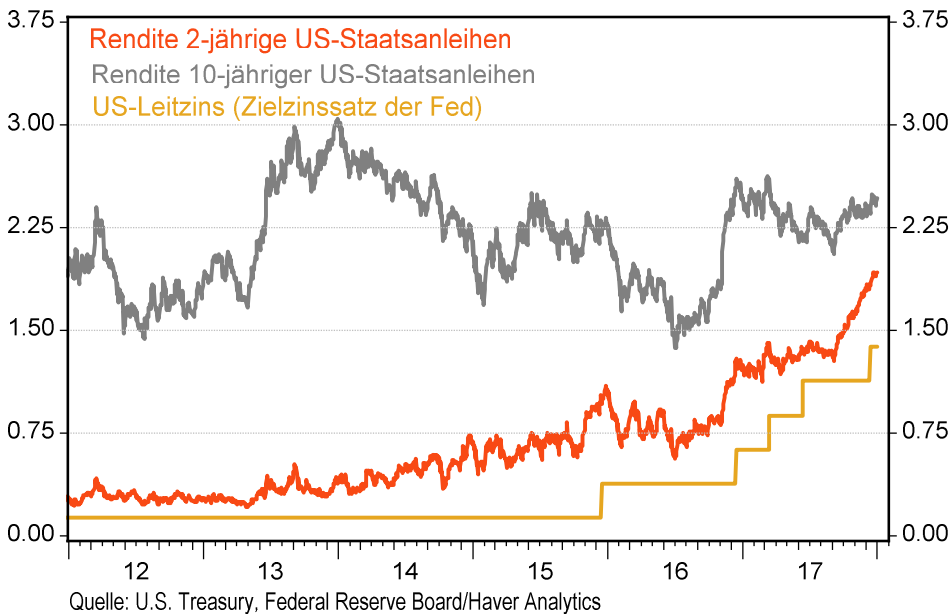
*Rendite 2-jähriger Treasuries setzt Aufwärtsbewegung fort.*

Die Rendite langlaufender 10-jähriger Staatsanleihen ist dagegen in den vergangenen zwei Monaten per Saldo nur geringfügig auf ca. 2,45% gestiegen. Zwar zeichneten die veröffentlichten Konjunkturdaten ein positives Bild der US-Wirtschaft, was prinzipiell für eine höhere Rendite spricht, der weiterhin schwache Preisauftrieb bremste allerdings den Renditeanstieg. Zwischenzeitlich sorgte die Einigung von Senat und Repräsentantenhaus auf eine Steuerreform und die damit verbundene Erwartung einer höheren Staatsverschuldung für einen leichten Anstieg der Rendite von langlaufenden Rentenpapieren und für eine steilere Zinsstrukturkurve. Schon bald kam diese Bewegung jedoch wieder zum Erliegen, da die Rendite der T-Notes den Aufwärtstrend fortsetzte und die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen wieder nachgab. In der Folge ist die Zinsdifferenz zwischen 10-jährigen und 2-jährigen

*Rendite langlaufender US-Staatsanleihen kaum verändert.*

Staatsanleihen in den vergangenen zwei Monaten von ca. 0,70% auf nun nur noch 0,54% gefallen. Die Zinsstrukturkurve wird an den Kapitalmärkten aufmerksam beobachtet, da eine inverse Zinsstrukturkurve (bei einer inversen Zinsstrukturkurve weisen Anleihen mit kurzen Laufzeiten eine höhere Verzinsung auf als langlaufende Anleihen) als eines der zuverlässigsten vorauslaufenden Rezessionssignale gilt. Zwar hat sich die Zinsstrukturkurve zuletzt deutlich abgeflacht, noch ist der Anleihemarkt aber deutlich von einem Rezessionssignal entfernt.

USA: Leitzinssatz und Rendite von Staatsanleihen



Bei Staatsanleihen mit kurzer Laufzeit hat die Erhöhung der Leitzinsen nach der Dezember-Sitzung der US-Notenbank Spuren hinterlassen. Außerdem drückt sich in dem kontinuierlichen Anstieg der Rendite 2-jähriger T-Bonds seit Anfang September die Erwartung der Marktteilnehmer an eine Fortsetzung des Zinsanhebungszyklus der Fed in 2018 aus. Per Saldo hat die Rendite von 2-jährigen T-Bonds seit Anfang November um 35 Basispunkte zugelegt. Die Rendite von langlaufenden US-Treasuries reagierte in den vergangenen beiden Monaten nur kurzzeitig auf die Verabschiedung einer Steuerreform. Insgesamt stieg in dem 2-Monatszeitraum die Rendite trotz positiver Konjunkturzahlen nur geringfügig an, was vor allem am schwachen Preisauftrieb lag. Für 2018 ist unseres Erachtens in den langfristigen Laufzeitbereichen mit einem Renditeanstieg zu rechnen. Besonders wenn die Inflation in der zweiten Jahreshälfte anzieht, dürfte sich hieraus ein zinserhöhender Impuls ergeben.

## Aktienmarkt

US-Aktien entwickelten sich in den vergangenen beiden Monaten in Summe sehr freundlich und setzten die kontinuierliche Aufwärtsbewegung, die schon seit Anfang 2017 Bestand hat, fort. Insgesamt war 2017 ein sehr erfreuliches Jahr für US-Aktienanleger. Der marktweite S&P 500 und der Dow Jones Industrial konnten 2017 um beachtliche 18,4% bzw. 24,3% zulegen (die Technologiebörse Nasdaq verzeichnete sogar ein Jahresplus von 27,2%). Außergewöhnlich war aber beson-

*US-Aktien setzen im November und Dezember ihren Aufwärtstrend....*



ders die Kontinuität der Aufwärtsbewegung beider Indizes. 2017 gab es kaum nennenswerte Korrekturen und nur selten notierte der S&P 500 auf Schlusskursbasis von einem zum nächsten Handelstag ein Prozent oder mehr im Minus. Außerdem verzeichnete der S&P 500 zum ersten Mal in seiner Geschichte in jedem Monat des Jahres Kursgewinne.

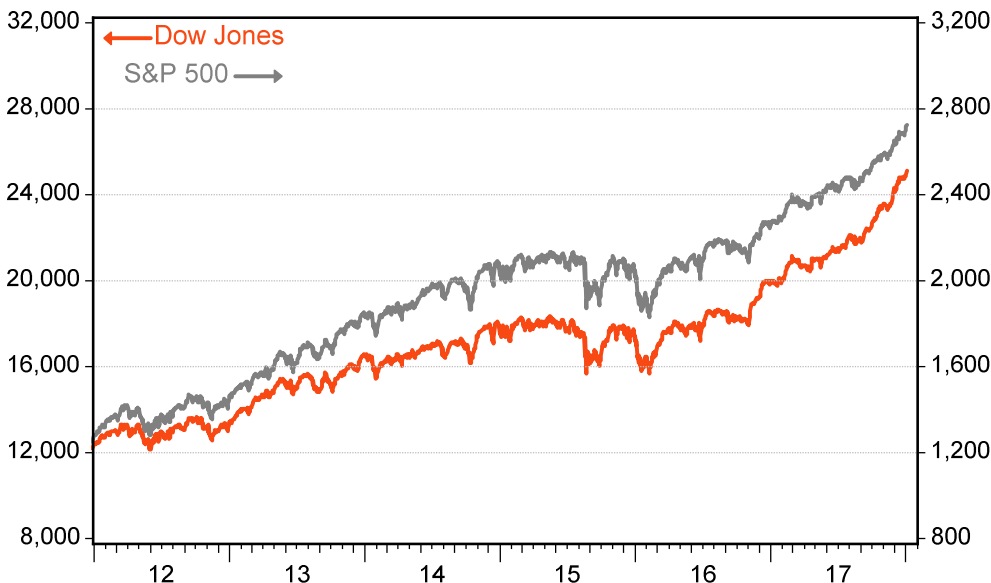
Im November und Dezember war es vor allem die Verabschiedung einer umfassenden Steuerreform, die für Kursgewinne sorgte. Mehrere Komponenten der Steuerreform haben einen positiven Einfluss auf die Aktienkurse. Zum einen sorgt die Verringerung der Körperschaftssteuer für steigende Gewinne bei US-Unternehmen. Zum anderen könnte durch Steuererleichterungen Guthaben aus dem Ausland zurück in die USA repatriert werden. Speziell Technologiegrößen (wie Cisco, Qualcomm, Apple oder Oracle) halten aktuell enorm hohe Bargeldbestände außerhalb der USA. Zwar dürfte ein Teil der Steuererleichterungen in höhere Löhne und Gehälter und mehr Investitionen fließen, ein Teil dürfte jedoch in Form von Aktienrückkäufen und Dividenden auch bei den Anlegern landen.

*... vor allem aufgrund von Steuerreform und ...*

Zumindest kurzfristig gab US-Aktien die Spekulation Schub, wonach das Weiße Haus einen Plan für ein Infrastrukturprogramm vorbereite, der im Januar 2018 vorgelegt werden könnte. Trump hatte mehrfach ein Infrastrukturprogramm mit einem Volumen von einer Billionen US-Dollar angekündigt. Zwischenzeitlich schien dieses Wahlkampfversprechen jedoch in Vergessenheit geraten zu sein. Das Infrastrukturprogramm könnte der US-Wirtschaft einen zusätzlichen fiskalpolitischen Impuls geben und für Aufträge insbesondere im Bausektor führen.

*... Spekulationen auf ein Infrastrukturprogramm fort.*

USA: Aktienmärkte



Quelle: Wall Street Journal, New York Times/Haver Analytics

Für die kommenden Monate stellt sich das fundamentale Umfeld für die US-Aktienmärkte grundsätzlich freundlich dar. Die konjunkturelle Dynamik dürfte sich vorerst fortsetzen, was der Geschäftsentwicklung der US-Unternehmen zugutekommt. Außerdem wird sich die Steuerreform positiv auf die Unternehmensgewinne auswirken, was die Aktienkurse stützt. Belastend für die Aktien sind nach der langen Phase von Kursanstiegen die hohen Bewertungen. Inzwischen liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis des S&P 500 über 20 und damit über dem langjährigen

Durchschnitt. Dies könnte die Bereitschaft von Anlegern Aktiengewinne zu realisieren erhöhen und eine kräftigere Kurskorrektur ist angesichts der erreichten langjährigen Kursrally vorstellbar. Außerdem bleiben die geopolitischen Risiken, insbesondere ein unberechenbarer Machthaber in Nordkorea und Krisen im Nahen Osten. Die Geldpolitik wird 2018 zwar weniger expansiv ausgerichtet sein, das weiterhin niedrige Niveau der Leitzinsen zusammen mit verbal gut vorbereiteten und langsamen Zinsschritten sollte bei Aktienanleger allerdings nicht zu starker Verunsicherung führen.

**Die US-amerikanischen Aktienindizes setzten im November und Dezember ihren kontinuierlichen Aufwärtstrend fort und profitierten vor allem von der Einigung von Senat und Repräsentantenhaus auf eine umfassende Steuerreform. Geringer war der Einfluss von Spekulationen auf die baldige Vorlage eines Infrastrukturprogramms. Für die kommenden Monate rechnen wir trotz eines anhaltenden Wirtschaftswachstums und steigender Gewinne der Unternehmen durch die Steuerreform nicht mit einer Fortsetzung der in den vergangenen 12 Monaten beobachteten dynamischen Kursentwicklung. Die hohe Bewertung von US-Aktien nach der lange anhaltenden Kursrally könnte die Bereitschaft von Anlegern erhöhen, Kursgewinne zu realisieren und auch geopolitischen Risiken könnten zu einem sprunghaften Anstieg der Risikoaversion führen. Grundsätzlich sind wir jedoch positiv gestimmt und erwarten bis zum Jahresende moderate Kursgewinne.**

## Prognoseübersicht

### G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) <sup>1</sup>					Arbeitslosenquote (%) <sup>1</sup>				
	2014	2015	2016	2017e	2018e	2014	2015	2016	2017e	2018e	2014	2015	2016	2017e	2018e
EWU	1,4	2,0	1,8	2,3	2,25	0,4	0,0	0,2	1,6	1,5	11,6	10,9	10,0	9,2	8,7
- Deutschland	1,9	1,5	1,9	2,6	2,25	0,9	0,2	0,5	1,8	1,75	6,7	6,4	6,1	5,7	5,4
UK	3,1	2,4	1,9	1,5	1,25	1,5	0,1	0,6	2,5	2,5	6,2	5,4	4,9	4,4	4,5
USA	2,6	2,9	1,5	2,25	2,5	1,6	0,1	1,3	2,1	2,25	6,2	5,3	4,9	4,4	4,0
Japan	0,2	1,1	1,0	1,8	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	2017e	2018e	2014	2015	2016	2017e	2018e	2014	2015	2016	2017	2018e
EWU	2,5	3,2	3,5	3,1	3,0	-2,6	-2,1	-1,7	-1,5	-1,2	1,21	1,09	1,05	1,20	1,23
- Deutschland	7,4	8,5	8,3	8,1	7,7	0,3	0,7	0,6	0,6	0,6	-	-	-	-	-
UK	-4,4	-4,7	-4,3	-3,6	-3,3	-5,6	-4,4	-3,1	-2,8	-2,1	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	-4,0	-4,5	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	-4,0	-3,3	120	120	117	113	125

1 Jahresdurchschnitt

2 US\$ gg. Währung, Japan: JPY gegen US\$, jeweils zum Jahresende

Quelle: Daten für Leistungsbilanz und Budgetsaldo vom IWF (einschließlich der Prognosewerte), bezogen über Haver. Sonstige Prognosen von W&amp;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)

1 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&amp;W Asset Management GmbH.

### Rohstoffe

	Q2 15	Q3 15	Q4 15	Q1 16	Q2 16	Q3 16	Q4 16	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17
CRB-Index <sup>1</sup>	227,2	193,8	176,1	170,5	192,6	186,3	192,5	185,9	174,8	183,1	193,9
Ölpreis (Brent) <sup>1*</sup>	63,6	48,4	37,3	39,6	49,7	49,1	56,8	52,8	47,9	57,5	66,87

1 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.