



12. September
2018

Kapitalmarktbericht USA

Nr. 5: Die US-Wirtschaft, sie läuft und läuft und läuft...

KONJUNKTUR UND GELDPOLITIK: Die Konjunktur in den USA läuft weiter glänzend. Im 2. Quartal wurde ein annualisiertes Wirtschaftswachstum von 4,2 % erreicht und die Mehrzahl der wichtigeren Indikatoren legt eine Fortsetzung des Booms nahe. Die Arbeitslosenquote bewegt sich mit 3,9 % unverändert im Bereich eines Mehrjahrestiefs. Die Kehrseite dieser Entwicklung ist ein zunehmender Lohndruck und die Rückkehr von wieder höheren Inflationsraten. Die Notenbank hat deshalb gute Gründe, ihre Leitzinserhöhungen fortzusetzen. Wir rechnen mit Zinsanhebungen um jeweils 25 Basispunkte in diesem September und im Dezember. Außerdem dürften im kommenden Jahr zwei weitere Entscheide anstehen.

RENTENMARKT: Der Rentenmarkt vollzog die gute Konjunkturentwicklung nur bedingt nach. Für 10-jähriger Staatsanleihen hat sich eine Rendite von 3,0 % als Widerstandsmarke bestätigt, die bislang (noch) nicht überwunden werden konnte. Im August führte vor allem die Verunsicherung angesichts der Währungskrise der Türkei zu einer Flucht in sichere Anleihen und damit zu einem Renditerückgang. Mittelfristig rechnen wir jedoch mit etwas steigenden Renditen, wobei die Entwicklung von Terminmarktspekulationen gebremst werden könnte.

AKTIENMARKT: Ein besseres Spiegelbild der guten Konjunktur waren in den letzten beiden Monaten die Aktienmärkte. An der Wall Street wurden deutliche Zugewinne erreicht, was allerdings zum Teil auf Kosten gestiegener Bewertungen ging. Dabei waren zumindest manche Technologieaktien schon bislang üppig bewertet. Der allmähliche Renditeanstieg am Rentenmarkt dürfte zukünftig jedenfalls immer mehr die relative Attraktivität von Aktien schmälern.

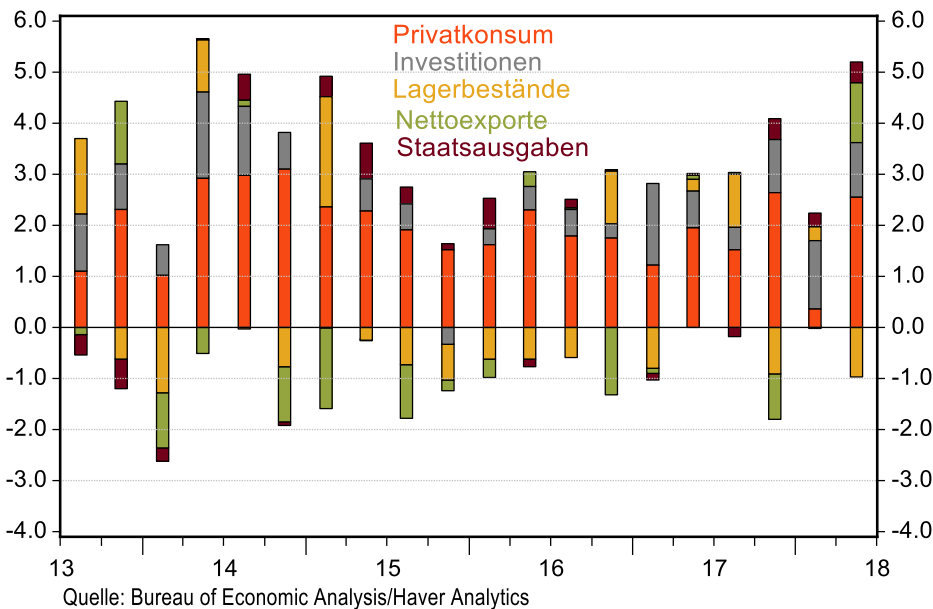
- Dr. Torsten Gruber
- Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

Konjunktur und Geldpolitik

Das Wachstum der US-Wirtschaft im 2. Quartal 2018 fiel erwartungsgemäß üppig aus. Nachdem im 1. Quartal gemäß einer erneuten Revision ein annualisierter Anstieg der realen Wirtschaftsleistung um 2,2 % verzeichnet wurde, nahmen die Aktivitäten im 2. Quartal sogar um annualisiert 4,2 % zu. Die erste Schätzung war zunächst übrigens von einem nur leicht geringeren Plus in Höhe von 4,1 % ausgegangen, aber diese wurde zwischenzeitlich revidiert. Getragen wurde die Entwicklung im 2. Quartal von einer Erholung des Konsums der Privathaushalte, der rund 2,6 Prozentpunkte zum Wachstums beitrug. Auch der Außenhandel entwickelte sich zuletzt erfreulich, was jedoch an Vorzieheffekten angesichts drohender Zölle gelegen haben dürfte.

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

USA: Quartärlches BIP - Wachstumsbeiträge



Wenn auch die Wiederholung eines so hohen Wachstumswertes im derzeit laufenden 3. und im 4. Quartal 2018 wenig wahrscheinlich ist, so sprechen doch die meisten Konjunkturindikatoren für eine Fortsetzung der überaus erfreulichen Konjunkturlage. Der Einkaufsmanagerindex des Institute for Supply Management (ISM) für das verarbeitende Gewerbe erreichte im August mit 61,3 Punkten den höchsten Stand seit Mai 2004. Und auch der ISM-Index für den Dienstleistungsbereich erklomm mit 58,5 Punkten zuletzt wieder einen sehr hohen Stand (siehe Chart nächste Seite).

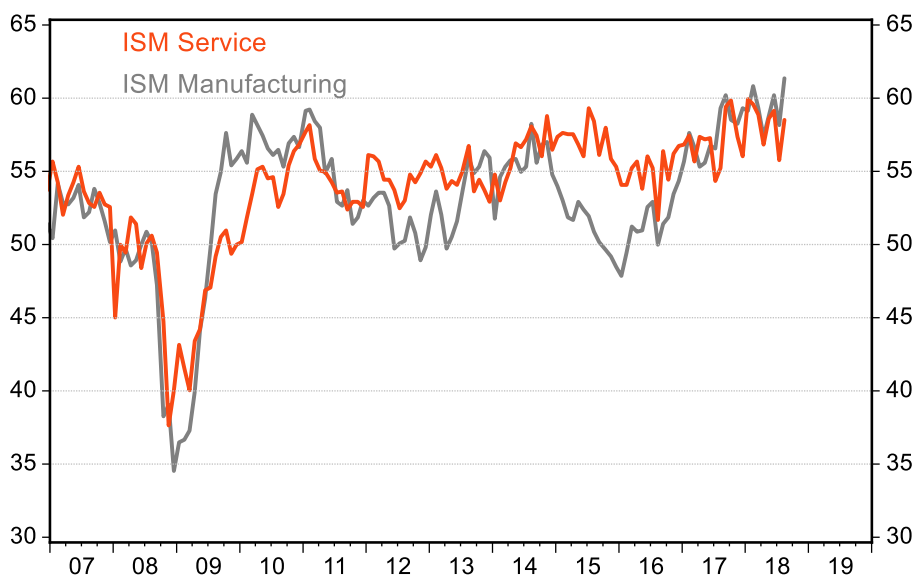
Einkaufsmanagerindizes zeichnen sehr positives Bild.

Einschränkend ist anzumerken, dass die gute, vom ISM gemessene Stimmung möglicherweise dem kurz zuvor erreichten Übereinkommen von Präsident Donald Trump mit seinem mexikanischen Kollegen Enrique Peña Nieto über ein neues Handelsabkommen geschuldet ist. Offenbar drängte die Zeit, denn Nietos Amtsperiode endet am 1. Dezember mit der Vereidung von Andrés Manuel López Obrador als neuen mexikanischen Präsidenten. Der designierte Regierungschef wird zum politischen Spektrum der lateinamerikanischen Linken gezählt. Möglicherweise ließ Donald Trump deshalb lieber mit dem aktuellen Amtsinhaber Nieto verhandeln, da er sich von diesem eher Kompromissbereitschaft erhoffte.

Einigung im Handelsstreit mit Mexiko erzielt!

Vielleicht wurde der zügige Durchbruch für die Nachfolge der nordamerikanischen Freihandelszone NAFTA aber auch aus einem anderen Grund erreicht: Trump könnte bemerkt haben, dass ein gleichzeitiger Handelskonflikt mit Europa, den bisherigen NAFTA-Partnern und China seine Kräfte überdehnt und ein freier Rücken zur Konzentration auf China sinnvoll ist. Dies würde auch die kurz zuvor erreichte und bislang informelle Einigung mit EU-Kommissionschef Jean-Claude Juncker im amerikanisch-europäischen Zollstreit erklären. Jedenfalls scheinen die Zeichen momentan eher auf die von uns favourisierte friedliche Belegung aller offenen Zollkonflikte zu stehen, was die Unsicherheit zukünftig deutlich reduzieren dürfte. Noch offen ist aktuell die Teilnahme Kanadas an dem bislang vereinbarten bilateralen Abkommen zwischen den USA und Mexiko. Zunächst sah es so aus, als ob ein Beitritt nur eine Formalie wäre. Mittlerweile hat sich Trump gegenüber dem nördlichen Nachbarn aber wieder ablehnend gezeigt. Außerdem scheinen die Verhandlungen mit China derzeit ins Stocken geraten zu sein.

USA: Stimmung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungsbereich



Quelle: Institute for Supply Management/Haver Analytics

Die Zollstreitigkeiten scheinen die Realwirtschaft in den USA aber ohnehin nicht so stark zu verunsichern wie hierzulande. Der Verbraucher als traditioneller Motor der Wirtschaft ist jedenfalls positiv gestimmt. So befindet sich das von der Universität Michigan gemessene Consumer Sentiment trotz der zwei Rückgänge in den vergangenen beiden Monaten auf zuletzt 96,2 Punkte weiterhin auf einem vergleichsweise hohen Niveau. Demgegenüber erreichte das Conference Board Konsumentenvertrauen mit einem Anstieg auf 133,4 Punkte im August sogar den höchsten Stand seit Oktober 2000.

Wer nach einem Haar in der Konjunktur-Suppe suchen möchte, der wird aktuell bei den regionalen Indikatoren fündig. So sank beispielsweise das Chicago Business Barometer von 65,5 Punkten im Juli auf 63,6 Punkte im August. Und das Philadelphia Fed Business Outlook brach sogar von 25,7 Punkten auf zuletzt 11,9 Punkte ein. Etwas kritisch stimmt auch die Divergenz zwischen den oben beschriebenen ISM-Einkaufsmanagerindizes und den etwas jüngeren Pendanten des privaten Anbieters IHS Markit. Der entsprechende Markt-Index für das verarbeitende Gewerbe fiel im August den vierten Monat in Folge und erreichte

Konsumenten weiterhin sehr positiv gestimmt.

Ein Teil der Indikatoren zeichnet ein weniger vorteilhaftes Bild.

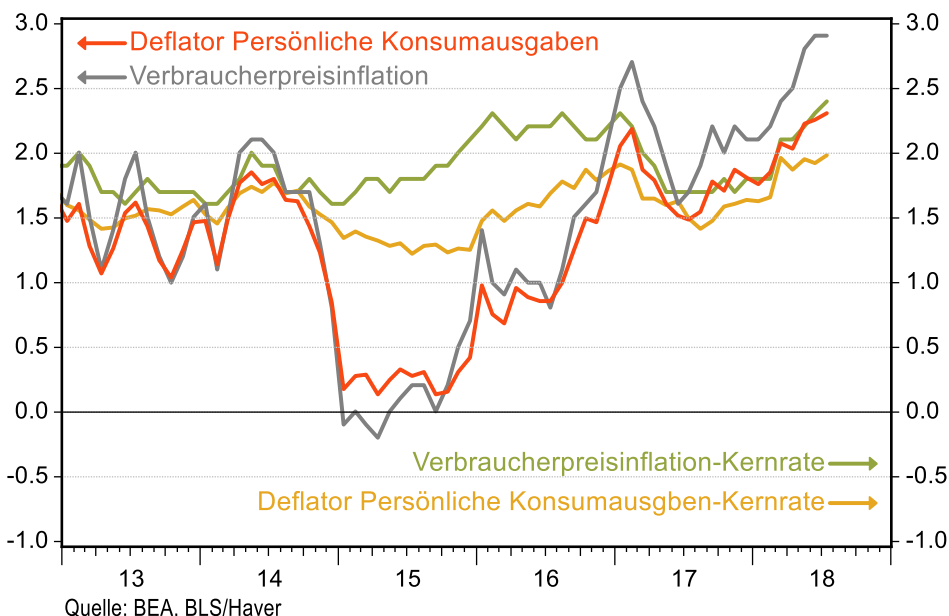
einen Stand von 54,7 Punkte. Die Komponente für den Dienstleistungssektor sank zum zweiten Mal, doch mit einem Stand von 54,8 Punkten befindet sich auch dieser Index weiterhin in der Komfortzone. Dass sich manche Indikatoren bereits wieder von ihren Höchstständen entfernen, kann wahlweise als „white noise“, also als wenig relevantes statistisches Rauschen betrachtet werden, oder als Mahnung, dass der Wachstumszenit bereits überschritten ist. Zumindest auf Sicht der kommenden Monate dürfte die Wirtschaft in den USA jedoch weiterhin rund laufen. Die Auftragseingänge für langlebige Güter verzeichneten im Juli eine Steigerungsrate von 10,4 % gegenüber dem Vorjahresmonat und die Arbeitslosenquote bewegt sich mit 3,9 % im Juli und August weiterhin im Bereich eines Mehrjahrestiefs.

„Amerika, du hast es besser“, dichtete vor langer Zeit Johann Wolfgang von Goethe und hinsichtlich der Konjunkturlage lässt sich dem aktuell kaum etwas hinzufügen. Hinter den zweiten Teil von Goethes Aphorismus ließe sich allerdings ein Fragezeichen anfügen. Der Paussus „Dich stört nicht im Innern/zu lebendiger Zeit/unnützes Erinnern/und vergeblicher Streit“ wird angesichts der Konfrontation von Donald Trump im Handelskonflikt mit Kanada auf eine Probe gestellt. Wir gehen jedoch wie bereits erwähnt von einer letztendlich gütlichen Einigung aus, der trotz zwischenzeitlich stets möglichen Irritationen hoffentlich auch ein Abkommen mit China folgt.

Die gute Konjunktorentwicklung ging auch in den letzten zwei Monaten mit einer Zunahme des Preisdrucks einher. Zwar blieb die Jahresrate der sogenannten Headline-Inflation im Juli unverändert bei 2,9 %. Für August erwarten die von Bloomberg befragten Prognostiker im Durchschnitt sogar einen leichten Rückgang auf 2,8 %. Ein geringfügiges Nachgeben der herkömmlichen Geldentwertung sollte jedoch nicht überbewertet werden, denn sie lässt sich vor allem durch den im Monatsdurchschnitt etwas gesunkenen Rohölpreis erklären. Im August lag die Notierung des nächstfälligen Terminkontrakts für die Lieferung eines Fasses der Nordseesorte Brent um 1,5 % unter dem Wert von Juli und US-amerikanisches Leichtöl der Sorte WTI verbilligte sich sogar um rund 3,5 %.

Die Headline-Inflation sinkt...

USA: Inflationsmaße (in % ggü. Vorjahr)



Viel schwerer dürfte dagegen aus Sicht der Notenbank der kontinuierliche Anstieg der Inflation ohne die Komponenten Energie und Lebensmittel wiegen, der eher durch die Geldpolitik beeinflusst werden kann. Die Kernrate der Verbraucherpreise beschleunigte sich bereits seit Mai um monatlich 0,1 Prozentpunkte und erreichte mit der jüngsten Veröffentlichung für Juli den Wert von 2,4 %. Seit einiger Zeit steigt auch der Deflator des persönlichen Verbrauchs, der als Maßzahl von der Notenbank bevorzugt wird. Die Kernrate des Deflators erreichte im Juli die Marke von 2,0 %, womit das offizielle Inflationsziel zumindest nominell erfüllt wurde.

...doch allgemein nimmt der Preisdruck zu.

Die unterliegende Teuerung dürfte sich im letzten Drittel des Jahres vermutlich auf diesem erhöhten Niveau bewegen oder sogar noch etwas zulegen. Hierfür spricht unter anderem der Preisdruck durch höhere Arbeitslöhne. Gemäß des jüngsten Arbeitsmarktbereiches stiegen die durchschnittlichen Stundenverdienste von 2,7 % im Juli auf 2,9 % im August gegenüber dem Vorjahresmonat an. Angesichts der überaus guten Beschäftigungssituation beziehungsweise der ausgesprochen niedrigen Arbeitslosenquote dürfte bis auf Weiteres kaum mit einem Nachgeben des Lohndrucks zu rechnen sein, der sich erfahrungsgemäß zumindest in abgeschwächter Form letztendlich auch in höheren Konsumgüterpreisen bemerkbar machen wird.

Vor diesem Hintergrund bestehen für die US-Notenbank gute Argumente, den laufenden Zinserhöhungszyklus unbeirrt fortzusetzen. Eine Anhebung der Federal Funds Target Rate durch den Offenmarktausschuss in der nächsten Sitzung am 26. September ist deshalb eine ausgemachte Sache. Interessanter ist vielmehr die Frage, wie lange beziehungsweise wie oft die Notenbank den Leitzins in diesem Zyklus noch anheben wird. Die von der Steuerpolitik ausgehende Konjunkturstimulierung schafft beste Voraussetzungen und gleichzeitig die Notwendigkeit dafür, den Zins nach oben zu schleusen. Zum einen muss die Geldpolitik einer potenziell drohenden Überhitzung der Wirtschaft entgegenwirken. Zum anderen erscheint es aus grundsätzlichen Erwägungen ratsam, in Anbetracht einer mittelfristig möglichen konjunkturellen Abkühlung ein Zinsniveau zu erreichen, von dem aus nötigenfalls Absenkungen mit stimulierender Wirkung möglich sind. Allerdings dürfte Notenbankchef Jerome Powell sehr daran gelegen sein, die Konjunktur nicht durch ein Übersteuern mit zu umfangreichen Zinserhöhungen versehentlich abzuwürgen. Für ein behutsames Vorgehen spricht, dass sich die Inflationsraten im historischen Vergleich immer noch auf einem sehr niedrigen Niveau bewegen. So überstieg die Headline-Inflation ab 2005 immer wieder die Marke von 4,0 % und erreichte im Sommer 2008 kurz vor dem Höhepunkt der Bankenkrise sogar einen Spitzenwert von 5,6 %.

Lohnwachstum spricht für Nachhaltigkeit der höheren Inflationsraten.

Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass sich die Federal Reserve auf absehbare Zeit kaum trauen wird, den Leitzins deutlich über das von ihr als verkräftbar betrachtete Niveau zu heben. Nach Ansicht von Bankenvolkswirten ist der sogenannte neutrale Gleichgewichtszins von etwa 4,0 % vor der Finanzkrise im Jahr 2008 auf aktuell etwa 3,0 % gesunken. Dieser Wert spräche exklusive der bereits für September in Aussicht gestellten Leitzinsanhebung für drei weitere Erhöhungen. Am Ende des Zyklus läge der Zielkorridor für die Federal Funds Rate somit 100 Basispunkte höher als heute bei 2,75 % bis 3,00 %. Allerdings handelt es sich bei dem neutralen Gleichgewichtszins lediglich um ein theoretisches Konstrukt, welches sich praktisch nicht messen lässt, sondern nur durch statistische Verfahren annäherungsweise ermittelt werden kann.

Wie oft wird die Fed noch an der Zins-schraube drehen?

Einen möglicherweise etwas präziseren Ausblick erlauben die Prognosen derjenigen Personen, die selbst für die Geldpolitik verantwortlich sind, nämlich der Mitglieder des Offenmarktausschusses. Im Durchschnitt halten sie gemäß der sogenannten Dot-Plot-Projektion langfristig einen Leitzins von 2,9 % für angemessen, was sich in etwa mit der oben genannten Einschätzung von Bankvolkswirten deckt. Für das Jahresende 2019 gehen die Währungshüter durchschnittlich von einem mit 3,0 % kaum abweichenden Zinssatz aus. In der Summe sind deshalb insgesamt vier weitere Zinserhöhungen momentan das wahrscheinlichste Szenario. Auf den erwarteten Entscheid im September dürfte ein weiterer im Dezember folgen, der an den Terminmärkten übrigens bereits zu etwa 70 % eingepreist ist. Vermutlich stehen dann in der ersten Jahreshälfte 2019 die Schritte drei und vier um jeweils 25 Basispunkte an. Ob es darüber hinaus eine Fortsetzung geben wird, dürfte von der Inflationsentwicklung und den Konjunkturindikatoren in den kommenden Monaten abhängen. Wir rechnen aktuell mit keinen weiteren Zinsschritten über die besagten hinaus, da der Impuls für das Wirtschaftswachstum durch die Trump'sche Steuerreform schneller verglimmen könnte, als von vielen Wirtschaftsakteuren erwartet wird. Allerdings sind derzeit selbst die Mitglieder des Offenmarktausschusses mehrheitlich sehr positiv für die Konjunktur gestimmt. Gemäß der Dot-Plot-Projektion erwarten sie für Ende 2020 im Durchschnitt einen Leitzins von 3,4 %, was für einen weiteren Erhöhungsschritt um 25 Basispunkte in jenem Jahr spräche.

Insgesamt vier weitere Leitzinserhöhungen erwartet.

Die Situation aus wieder höheren Inflationsraten bei gleichzeitig sehr niedriger Arbeitslosigkeit spricht geradezu lehrbuchmäßig für eine Anhebung der Leitzinsen von ihrem derzeit noch sehr moderaten Niveau. Wir rechnen deshalb mit jeweils einem Zinsschritt um 25 Basispunkte im September und Dezember sowie zwei weiteren Erhöhungen im ersten Halbjahr 2019, voraussichtlich im März und im Juni.

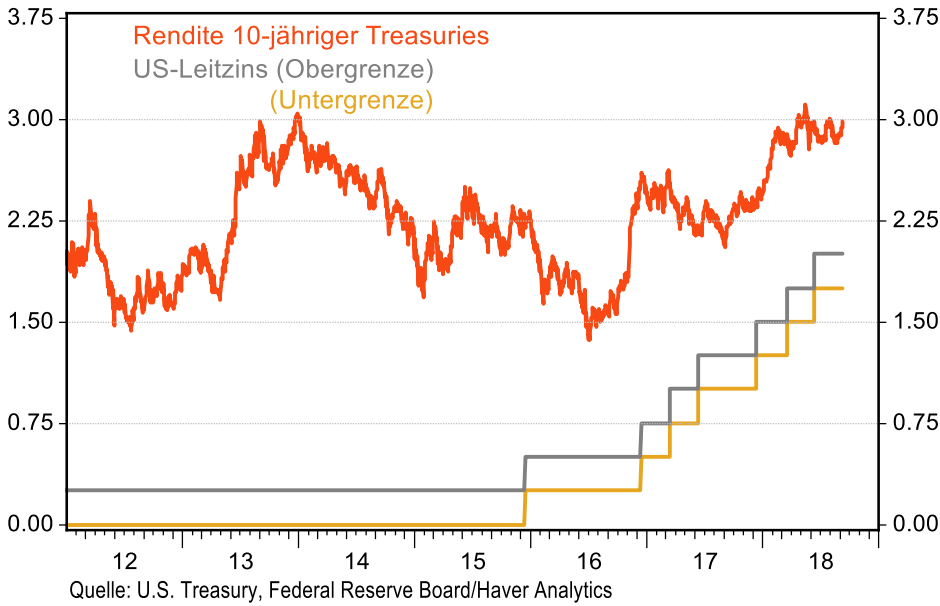
Rentenmarkt

Die gute wirtschaftliche Entwicklung und die jüngste Leitzinserhöhung vom Juni haben die Renditen von Staatsanleihen am langen Ende der Zinsstrukturkurve nicht wesentlich beeinflusst. Ende Juli beziehungsweise Anfang August stieg die Rendite 10-jähriger Treasuries zwar kurzfristig bis in den Bereich von 3,0 % an. Die türkische Währungskrise beendete diese Entwicklung jedoch abrupt, so dass vor dem Hintergrund der Flucht in „sichere Häfen“ innerhalb kurzer Zeit fast wieder die Marke von 2,8 % erreicht war. Seitdem tendierte die Rendite abermals nach oben. Sie beträgt aktuell etwa 2,97 %.

Widerstandsmarke von 3 % für 10-jährige Treasuries bislang (noch) nicht überwunden.

Per Saldo ist damit bereits seit Februar eine Seitwärtsbewegung der Renditen für 10-jährige Staatsanleihen beobachtbar, obwohl im März und im Juni Leitzinsanhebungen stattfanden und obwohl eine dritte Erhöhung auf der nächsten Sitzung des Offenmarktausschusses im September wie geschildert als sicher angesehen werden kann. Die ungleiche Entwicklung zwischen der Federal Funds Target Rate auf der einen Seite und den langfristigen Kapitalmarktrenditen auf der anderen ist jedoch nicht ungewöhnlich. Idealtypisch steigen in einem Zinserhöhungszyklus die kurzfristigen Zinsen schneller an, so dass es zu einer allmählichen Abflachung der Zinsstrukturkurve kommt. Im laufenden Zyklus seit Dezember 2015 wurde der Leitzins bislang um 175 Basispunkte angehoben, während die Rendite 10-jähriger Treasuries per Saldo um ungefähr 75 Basispunkte zulegen (siehe Chart).

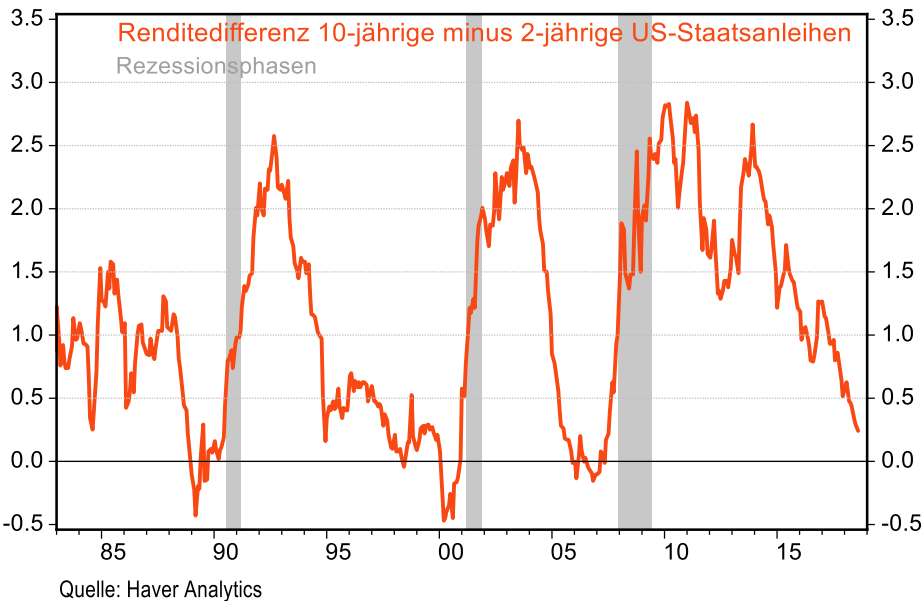
USA: Leitzinsen und Rentenmarkt



Die Abflachung der Zinsstruktur setzte sich damit auch im Berichtszeitraum fort. Der Abstand von US-Staatspapieren mit 10-jähriger Restlaufzeit zu solchen mit 2-jähriger Restlaufzeit ging von etwa 33 Basispunkten Anfang Juli auf zuletzt 23 Basispunkte zurück. Zwischenzeitlich fiel die Differenz sogar auf weniger als 19 Basispunkte. Damit scheint eine sogenannte inverse Zinsstruktur mit höheren Renditen im kurzfristigen als im langfristigen Bereich sozusagen zum Greifen nahe. Da einer solchen Situation in der Vergangenheit mit einem gewissen zeitlichen Abstand mehrfach eine Rezession folgte, wird der Entwicklung am Rentenmarkt deshalb besonders hohe Aufmerksamkeit geschenkt.

Annäherung an inverse Zinsstruktur.

US-Anleihenmarkt



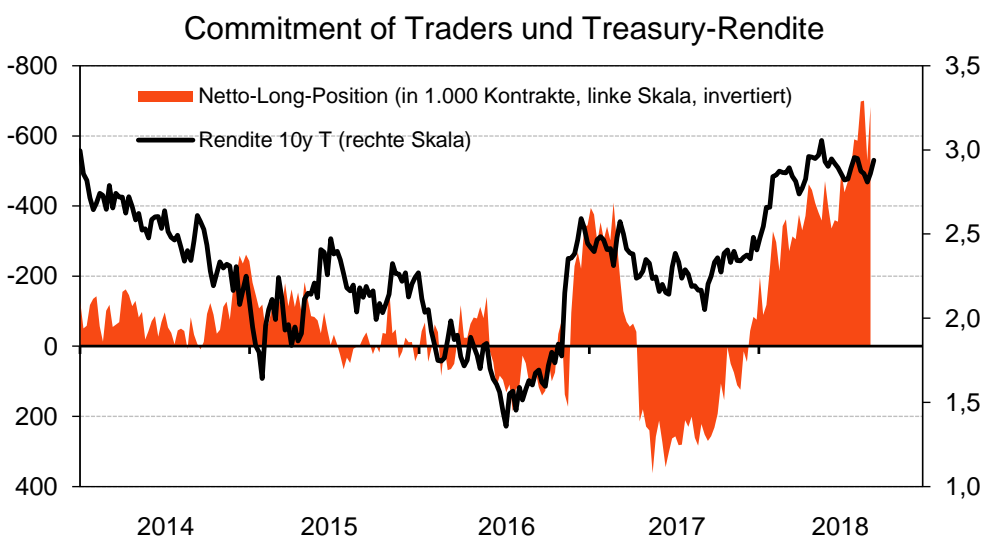
Grundsätzlich gibt es jedoch kaum eine stichhaltige Argumentationskette, warum eine inverse Zinsstruktur die konjunkturelle Entwicklung beeinträchtigen sollte.

Entscheidend für Konsum und Investitionen ist vielmehr das absolute Zinsniveau beziehungsweise bei zusätzlicher Berücksichtigung der Inflationsrate das Niveau der Realzinsen. Diese liegt in den USA weiterhin bei null beziehungsweise im negativen Bereich. Für das in der Vergangenheit zu beobachtende Konjunkturmuster dürfte vielmehr ein anderer Faktor verantwortlich sein, nämlich die Geldpolitik, die mit Zinserhöhungen bewusst und absichtlich dämpfend auf die Wirtschaft einwirkte, um eine zu hohe Inflationsrate zu bekämpfen. Eine Rezession ist dann das Ergebnis von starken Leitzinsanhebungen, die tatsächlich restriktiv wirken und mehr oder minder zufällig auch eine inverse Zinsstruktur hervorbringen. Aber hiervon sind die USA wie gezeigt noch ein Stück weit entfernt. Solche fundamentalen Überlegungen scheinen an den Börsen derzeit ohnehin keine Rolle zu spielen. Es ergibt sich vielmehr der Eindruck, dass die Marktteilnehmer die Bedeutung einer inversen Zinsstruktur deutlich überschätzen und von einem mechanistischen Wirkungszusammenhang ausgehen. Die Federal Reserve kann allerdings nicht gleichgültig über die bestehende Erwartungshaltung hinweggehen, sofern sie keine sich selbst erfüllende Prophezeiung auslösen möchte. Vor diesem Hintergrund verbleibt am Markt eine gewisse Restunsicherheit, wonach die Notenbank im Dezember 2018 beziehungsweise im Jahr 2019 den Zinserhöhungspfad vorübergehend aussetzen könnte, um an den Märkten keine Rezessionsängste aufkommen zu lassen. Wir halten dieses Szenario jedoch für wenig wahrscheinlich, zumal sich der Umfang einzelner Leitzinserhöhungen nicht proportional im Bereich der mittleren Restlaufzeiten niederschlägt.

Zinsstrukturkurve wird aktuell möglicherweise etwas überschätzt.

Unabhängig hiervon hat auch die aktuelle Konstellation auf dem Terminmarkt das Potenzial, in den nächsten Monaten einen Anstieg der Renditen abzumildern oder sogar komplett auszubremsen. Im Juli und August nahmen die Wetten von Spekulanten auf fallende Kurse von US-Staatsanleihen beziehungsweise auf steigende Renditen deutlich zu. Sie überstiegen Ende letzten Jahres erstmals seit Monaten wieder die Wetten auf steigende Anleihekurse beziehungsweise sinkende Renditen. Der Saldo aus beiden Größen ist seither negativ und Mitte August erreichte die Netto-Long-Position der Spekulanten mit -700.000 Futures-Kontrakten sogar die stärkste Ausprägung seit Erhebung der Daten. Sie befindet sich mit derzeit -683.000 Kontrakten weiterhin auf einem Extremwert (siehe Chart).

Spekulanten setzen auf Zinsanstieg.



Quellen: U.S. Commodity Futures Trading Commission, Bloomberg, eigene Darstellung

Typischerweise beeinflussen sich die Renditeentwicklung und die Positionierung der Spekulanten gegenseitig, weshalb vor allem in den letzten Jahren mit ausgeprägter Spekulation ein Gleichlauf beider Größen in dem Chartbild erkennbar ist. So ziehen steigende Zinsen weiteres spekulatives Kapital an, das auf eine Fortsetzung des Zinsanstieges gesetzt wird. Die Spekulanten erwerben also in der Erwartung sinkender Anleihekurse zusätzliche Short-Kontrakte, womit die negative Netto-Long-Position weiter wächst. Wenn dann auch noch die Kontrahenten der Spekulanten ihr Marktpreisrisiko durch den Verkauf von Staatsanleihen auf dem Kassamarkt glattstellen, dann kann das zusätzliche Angebot an Anleihen tatsächlich zu einem steigenden Zins führen, womit der Trend weiter bestätigt wird. Dieses Spiel lässt sich jedoch nicht unbegrenzt fortsetzen. Beispielsweise können anfängliche Gewinnmitnahmen von Spekulanten oder ein externer Einfluss, der zu einer Flucht in die Sicherheit verleitet, zu einer Umkehr der hier beschriebenen Aktivitäten führen. Ein sinkender Zins zwingt dann weitere Spekulanten zum Schließen ihrer Wetten. Der im August gemessene Extremwert der Netto-Long-Position deutet an, dass der Wendepunkt erreicht sein könnte oder bald bevorsteht. Die Rückführung des spekulativen Engagements am Terminmarkt auf ein weniger ausgeprägtes Niveau könnte somit ein Absinken der Rendite von Treasuries auslösen, wie dies bereits in der ersten Jahreshälfte 2017 zu beobachten war.

Spekulatives Engagement könnte Renditeanstieg ausbremsen.

Auch wenn somit in den kommenden Monaten die Rentenbären mit etwas Gegenwind rechnen müssen, sprechen mehrere Argumente mittelfristig für einen Anstieg der Renditen. Hierzu gehört nicht zuletzt die Steuersenkungspolitik von Donald Trump, die mit einem Schuldenanstieg „gegenfinanziert“ wird. Die folglich höhere Emission von Staatsanleihen trifft zu einem Zeitpunkt auf dem Markt, an dem die US-Notenbank auf die Wiederanlage von fälligen Anleihen in ihrem Bestand verzichtet. Damit fehlt ein wichtiger Nachfrager bei steigendem Angebot. Das Ergebnis sollte unter sonst gleichen Umständen ein höherer Zins sein. Auch die sehr gute Konjunkturlage sowie die im Vergleich zur jüngeren Vergangenheit wieder etwas höhere Inflation sprechen dafür, dass die Renditen am langen Ende der Zinsstruktur noch etwas Luft nach oben haben.

Mittelfristig sprechen die Fundamentaldaten für etwas höhere Renditen.

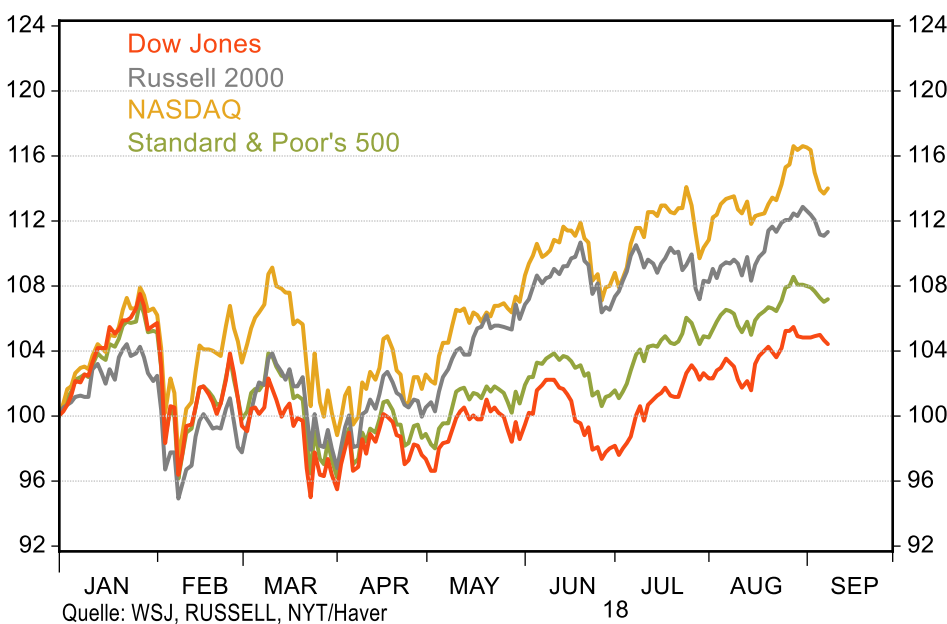
Immer wieder aufflackernde Momente der Unsicherheit wie die Handelskonflikte der USA, der Haushaltsstreit in Italien und zuletzt die Währungskrise der Türkei sorgen für vermehrte Käufe von sicheren US-Staatsanleihen und damit spiegelbildlich für niedrigere Renditen. Die Phase mit steigenden Renditen über den Jahreswechsel 2017/18 wurde deshalb schon vor einigen Monaten von einer Seitwärtsentwicklung abgelöst. Die übermäßige Spekulation von Terminmarktteilnehmern auf eine Fortsetzung des Aufwärtstrends könnte zunächst das Gegenteil bewirken, nämlich stagnierende Renditen durch das Glattstellen von Futures-Positionen. Nichtsdestotrotz spricht die fundamentale Lage mit einer wieder höheren Inflationsrate, der Hochkonjunktur der Wirtschaft sowie einer vermutlich zunehmenden Emissionstätigkeit des Staates während eines Bilanzabbaus der Notenbank mittelfristig für etwas höhere Renditen.

Aktienmarkt

Die US-amerikanischen Aktienmärkte setzten in den letzten zwei Monaten ihren Anstieg nahezu ungemindert fort. Bemerkenswert ist, dass sich die diversen großen Indizes nahezu im Gleichlauf bewegten und von Anfang Juli bis Anfang September jeweils rund 6 % hinzugewannen. Erst in den letzten Tagen war vor dem Hintergrund eines allgemein etwas rückläufigen Marktes eine gewisse Differenzierung zu beobachten, die von dem sonst gültigen Schema abwich. Vor allem die Technologiewerte tendierten jüngst schwächer, weshalb der industrielastige Dow Jones-Index auf dem Weg nach Süden besser als die Technologiebörse NASDAQ abschnitt (siehe Chart).

Deutlicher Kursanstieg bis Ende August.

USA: Aktienmarkt (Indexiert 2013=100)



Abgesehen hiervon übertraf der S&P 500-Index als das mutmaßlich am stärksten beachtete Aktienbarometer in der zweiten Augusthälfte erstmals wieder das Niveau vor dem scharfen Absturz Anfang Februar dieses Jahres. Der Frühjahrseinbruch erweist sich somit wie damals vermutet nur als Korrektur im weiterhin intakten Aufwärtstrend. Ähnliches gilt für den NASDAQ Composite-Index, wobei dieser schon wesentlich früher die Delle ausgebügelt hatte und in den letzten Monaten nur unterbrochen von kleineren Rückschlägen von Allzeithoch zu Allzeithoch kletterte. Das Gleiche gilt für die im Russell 2000-Index vertretenen Nebenwerte. Lediglich der Dow Jones-Index, in dem traditionelle Industrie- und Einzelhandelsunternehmen ein besonders hohes Gewicht einnehmen, notiert bislang unter dem Hoch vom Januar.

Die Kursdelle von Anfang Februar wurde vom Dow Jones bislang nicht aufgeholt.

Der Kursanstieg der Aktien übertraf zuletzt das Gewinnwachstum der Unternehmen, weshalb sich die Bewertungsrelationen verschlechterten. Das durchschnittliche Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) der im S&P 500 vertretenen Unternehmen erhöhte sich von 17 vor wenigen Wochen auf 18. Damit entfernte sich das KGV weiter von seinem langjährigen Durchschnitt, der bei etwas weniger als 16 liegt. Allerdings ergab sich vor dem Kurseinbruch im Frühjahr in der Spitze ein KGV von 20. Die anhaltend gute Gewinnentwicklung der Unternehmen, die unter anderem

auf der ausgezeichneten Konjunktur und der Steuerreform beruht, rechtfertigt zwar steigende Kurse. Die Betrachtung des Durchschnittswertes verdeckt jedoch, dass es vereinzelt durchaus zu Übertreibungen zu kommen scheint. Ein Teil der Technologieunternehmen ist mit deutlich dreistelligen KGVs bewertet.

Gemäß der alten Börsenregel „The trend is your friend“ würde ein Anhalten der positiven Grundstimmung an den Aktienbörsen in den kommenden Monaten nicht überraschen. Wenn beispielsweise demnächst eine Einigung zwischen den USA und China im Handelsstreit erzielt werden würde, dann könnte die zu erwartende Erleichterungsrallye fast schon nahtlos in eine Jahresendrallye übergehen. Denkbar ist allerdings, dass das zunehmende Lohnwachstum demnächst wieder als Spielverderber auf die Bühne stärker beachtet wird und die Börsianer an die restriktiver werdende Geldpolitik erinnert. Bemerkenswert ist auch, dass selbst Rentenwerte mit kurzer Restlaufzeit angesichts der erfolgten Leitzinserhöhungen allmählich wieder attraktiv erscheinen. So versprechen in zwei Jahren fällige Treasuries derzeit eine Rendite von rund 2,7 % wohingegen die Dividendenrendite der im S&P 500 vertretenen Gesellschaften auf durchschnittlich 1,8 % gesunken ist. Die Aktien dürften mit dem anstehenden Zinsentscheid der Notenbank weiter an relativer Attraktivität einbüßen. Insofern erwarten wir in den verbliebenen Monaten des Jahres eine grundsätzlich positive aber eher gebremste Entwicklung des US-Aktienmarktes.

Der schon seit mehreren Jahren dominierende Aufwärtstrend an den US-amerikanischen Aktienmärkten ist weiterhin intakt. Die derzeit noch gute Konjunktur wirkt sich positiv auf das Gewinnwachstum aus, so dass der Kursanstieg in den letzten Monaten nur zu einer moderaten Ausweitung der durchschnittlichen Bewertungen führte. Auf dieser Grundlage kann die positive Tendenz noch etwas anhalten. Nichtsdestotrotz dürfte der Gegenwind für Aktienanlagen mittelfristig zunehmen. Hierfür spricht nicht zuletzt die restriktiver werdende Geldpolitik.

Durchaus vorhandene Argumente für steigende Kurse...

...werden vermutlich durch dämpfende Effekte beeinflusst.

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

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

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) ²				
	2014	2015	2016	2017	2018e	2014	2015	2016	2017	2018e	2014	2015	2016	2017	2018e
EWU	2,4	3,2	3,4	3,5	3,2	-2,6	-2,1	-1,5	-0,9	-1,0	1,21	1,09	1,06	1,20	1,23
- Deutschland	7,5	8,9	8,6	8,0	8,2	0,3	0,6	0,8	1,1	0,8	-	-	-	-	-
UK	-5,3	-5,2	-5,8	-4,1	-3,7	-5,4	-4,3	-3,0	-2,3	-2,3	1,56	1,47	1,23	1,35	1,37
USA	-2,1	-2,4	-2,4	-2,4	-3,0	-4,0	-3,5	-4,2	-4,6	-3,7	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Japan	0,8	3,1	3,8	4,0	3,8	-5,6	-3,8	-3,7	-4,2	-3,3	120	120	117	113	110

¹ Jahresdurchschnitt

² 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 ¹					10 Y (Government)				
	2014	2015	2016	2017	2018e	2014	2015	2016	2017	2018e
EWU	0,05	0,05	0	0	0	0,5	0,6	0,2	0,4	0,9
UK	0,5	0,5	0,25	0,5	0,75	1,8	2	1,2	1,2	1,75
USA	0-0,25	0,25-0,5	0,5-0,75	1,25-1,5	2,25-2,5	2,2	2,3	2,4	2,4	3,25
Japan	0-0,1	0-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	0,3	0	0	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&W Asset Management GmbH.

Rohstoffe

	Q1 16	Q2 16	Q3 16	Q4 16	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	Q2 18	12.09.
CRB-Index	170,5	192,6	186,3	192,5	185,9	174,8	183,1	193,9	195,4	200,4	191,7,0
Ölpreis (Brent)*	39,6	49,7	49,1	56,8	52,8	47,9	57,5	66,9	70,27	79,4	79,0

Angaben jeweils zum Periodenende

¹ 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.