

10. Juli 2018

# Kapitalmarktbericht USA

## Nr. 4: Federal Reserve zieht geldpolitische Zügel etwas straffer

**KONJUNKTUR UND GELDPOLITIK:** Die US-Wirtschaft steht weiter unter Volldampf. Das Wachstum im 2. Quartal stieg vermutlich etwas an. Die Arbeitslosenquote befindet sich in der Nähe von historischen Tiefständen. Ihr zuletzt gemeldeter Wiederanstieg auf 4,0 % geht wahrscheinlich auf das Konto von entmutigten Arbeitslosen, die bislang aus der Statistik gefallen waren und nun wieder auf Jobsuche sind. Die Notenbank hat angesichts der günstigen Entwicklung Rückenwind für Zinsanhebungen. Gleichwohl sind noch keine Überhitzungserscheinungen feststellbar, so dass die Federal Reserve auf ihrem eher verhaltenen Erhöhungspfad von Zinsschritten über 25 Basispunkte pro Quartal voranschreiten kann.

**RENTENMARKT:** Zuletzt war ein Rückgang der Renditen am langen Ende der Zinsstrukturkurve zu beobachten. Ausgelöst wurde er von den politischen Turbulenzen um die Formierung einer neuen italienischen Regierung aus einer linken und einer rechten Protestpartei. Die Anleger flüchteten vor diesem Hintergrund in sicheren Häfen wie US-Staatsanleihen. Ähnlich wirkte sich auch der Zollstreit aus. Aufgrund der guten Konjunktur und der ansteigenden Inflation dürfte der Renditerückgang jedoch nicht von Dauer sein.

**AKTIENMARKT:** Die Aktienkurse von Technologiewerten zogen auch in den vergangenen zwei Monaten an und verhalfen denjenigen Indizes zu Steigerungen, in denen sie stark gewichtet sind. Kleine Unternehmen entwickelten sich zudem besser als große. Grundsätzlich könnten sich zukünftig höhere Zinsen und Löhne negativ in den Unternehmensbilanzen bemerkbar machen. Momentan überwiegt jedoch die Zuversicht vor der bevorstehenden Berichtssaison für das 2. Quartal.

- Dr. Torsten Gruber
- Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

## Konjunktur und Geldpolitik

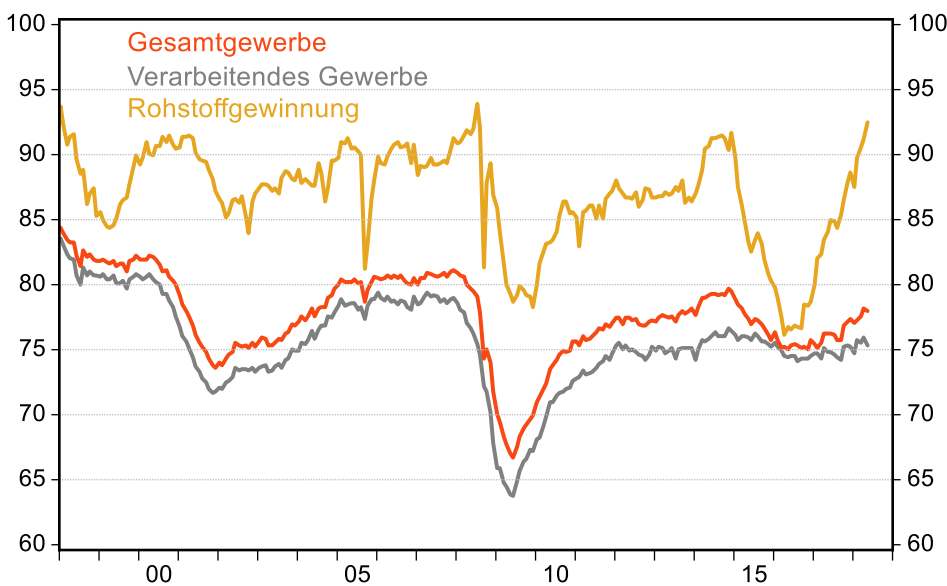
Ende Juni veröffentlichte das Bureau of Economic Analysis die dritte beziehungsweise finale Schätzung für das Wachstum des Bruttoinlandsproduktes im 1. Quartal 2018. Die Statistiker mussten die annualisierte Jahresrate auf 2,0 % nach unten revidieren, nachdem sie in ihrer zweiten Schätzung noch von 2,2 % ausgegangen waren und in ihrer ersten Schätzung von 2,3 %. Ursächlich für die Revision waren ein geringerer Lageraufbau und niedrigere private Konsumausgaben als zunächst angenommen. Der Abstand zum 4. Quartal 2017 mit einer Wachstumsrate von letztlich 2,9 % fällt damit noch etwas größer aus.

*US-BIP im 1. Quartal auf 2,0 % revidiert.*

Deutlich mehr Aufmerksamkeit als der Blick in den Rückspiegel wird die erste Schätzung für das Wirtschaftswachstum im gerade zu Ende gegangenen 2. Quartal erfahren. Sie steht am 27. Juli an. Die Voraussetzungen für eine wieder etwas höhere Jahresrate sind grundsätzlich gut. Die Kapazitätsauslastung in der US-Wirtschaft stieg im April und Mai gegenüber den Monaten des 1. Quartals um etwa 1,5 Prozentpunkte an. Zuletzt betrug sie 78,9 %. Diese positive Entwicklung ist in erster Linie der Rohstoffgewinnung zu verdanken, die von den gestiegenen Ölnotierungen profitiert. Der Preis für ein Fass amerikanisches Leichtöl der Sorte West Texas Intermediate war im 2. Quartal im Durchschnitt um 8,1 % teurer als in den Monaten Januar bis März. Die Förderung teuren Fracking-Öls lohnt sich deshalb für viele Unternehmen wieder. Die Auslastung der Rohstoffbranche stieg dementsprechend von 87,5 % im Januar auf zuletzt 92,4 % an (siehe Chart).

*Rohstoffgewinnung profitiert von gestiegenen Ölnotierungen.*

USA: Kapazitätsauslastung



Quelle: Federal Reserve Board/Haver Analytics

Im verarbeitenden Gewerbe blieb die Kapazitätsauslastung zwar weitgehend unverändert bei etwas mehr als 75 %. Angesichts der zuletzt umfangreichen Investitionen der Unternehmen in ihre Produktionsanlagen darf die Stagnation der Kennzahl aber nicht als wirtschaftlicher Stillstand interpretiert werden. Die Industrieproduktion stieg vor allem im April mit einem saisonbereinigten Plus in Höhe von 0,9 % gegenüber dem Vormonat an, obwohl schon im Februar und im März mit Zuwächsen von 0,4 % beziehungsweise 0,5 % günstige Resultate

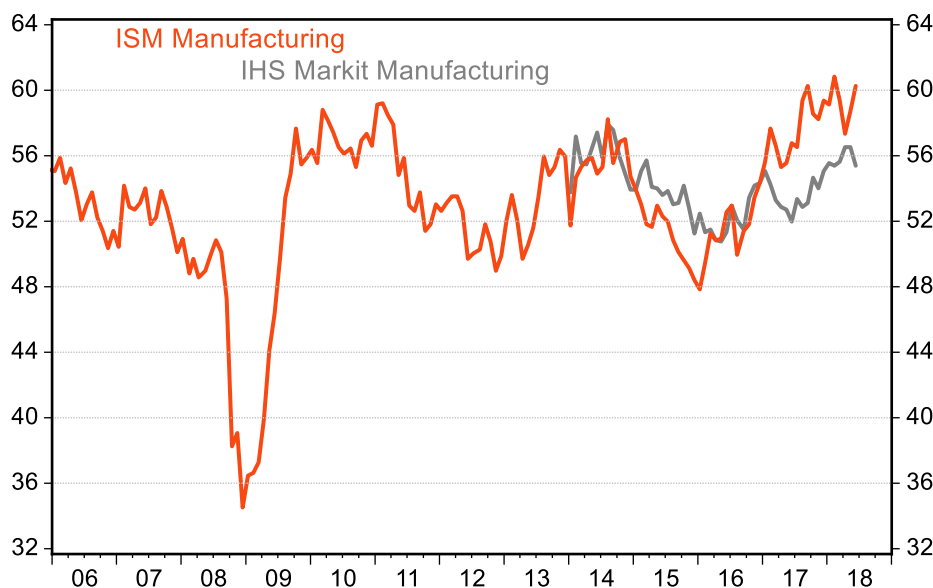
*Im 2. Quartal höheres BIP-Wachstum möglich.*

erreicht wurden. Gleichzeitig stiegen die Auftragseingänge der Industrie für langlebige Güter ohne den volatilen Transportsektor in den letzten Monaten mit einer Jahresrate von etwa 7 % bis 9 % an. Die US-Wirtschaft steht somit insgesamt weiter unter Volldampf, weshalb das Wachstum im 2. Quartal etwas höher als in den Monaten Januar bis März ausgefallen sein dürfte.

Die verschiedenen Stimmungsindikatoren lassen grundsätzlich eine Fortsetzung der guten Konjunktur erwarten. Der vielbachtete Einkaufsmanagerindex des Institute for Supply Management für das verarbeitende Gewerbe sank zwar in diesem Frühjahr zwei Mal in Folge und erreichte mit 57,3 Punkten im April den niedrigsten Stand seit Juli 2017. Der Mai brachte jedoch einen kleinen Anstieg. Und im Juni wurde der Index mit einem Stand von 60,2 Punkten fast auf ein Mehrjahreshoch katapultiert (siehe Chart). Diese Entwicklung relativierte die jüngste Abwärtsentwicklung des IHS Markit Manufacturing-Index, der ebenfalls das Geschäftsklima messen soll.

*ISM Einkaufsmanagerindizes weiterhin im Bereich von Mehrjahreshochs.*

USA: Stimmung im verarbeitendem Gewerbe

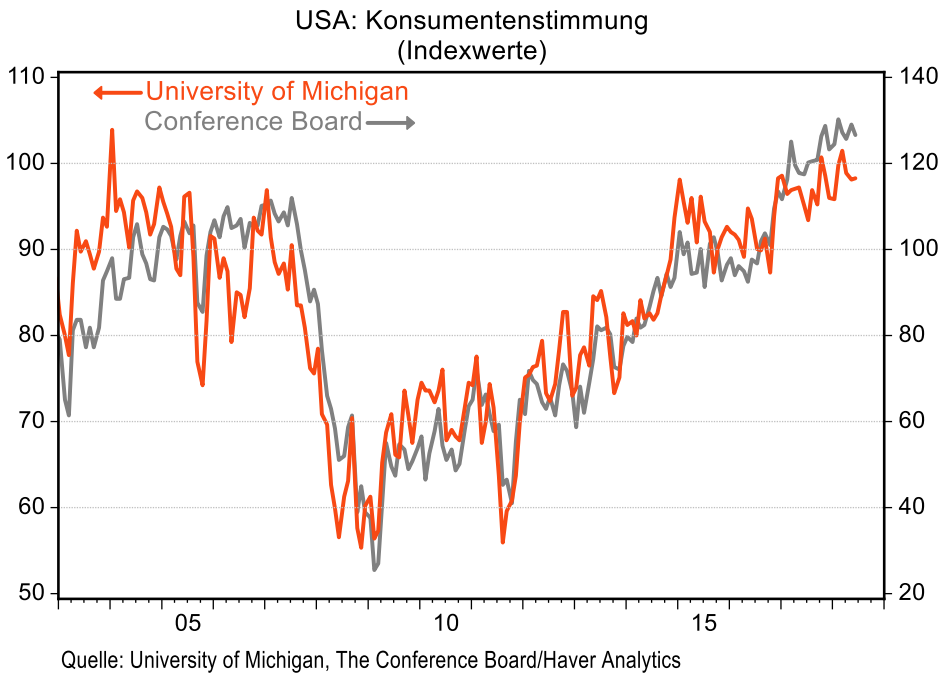


Quelle: Institute for Supply Management, IHS Markit/Haver Analytics

Auch der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungsbereich zog im Juni an. er verbesserte sich von 58,6 Punkten auf 59,1 Punkte und befindet sich damit im Bereich der höchsten Stände der letzten Jahrzehnte.

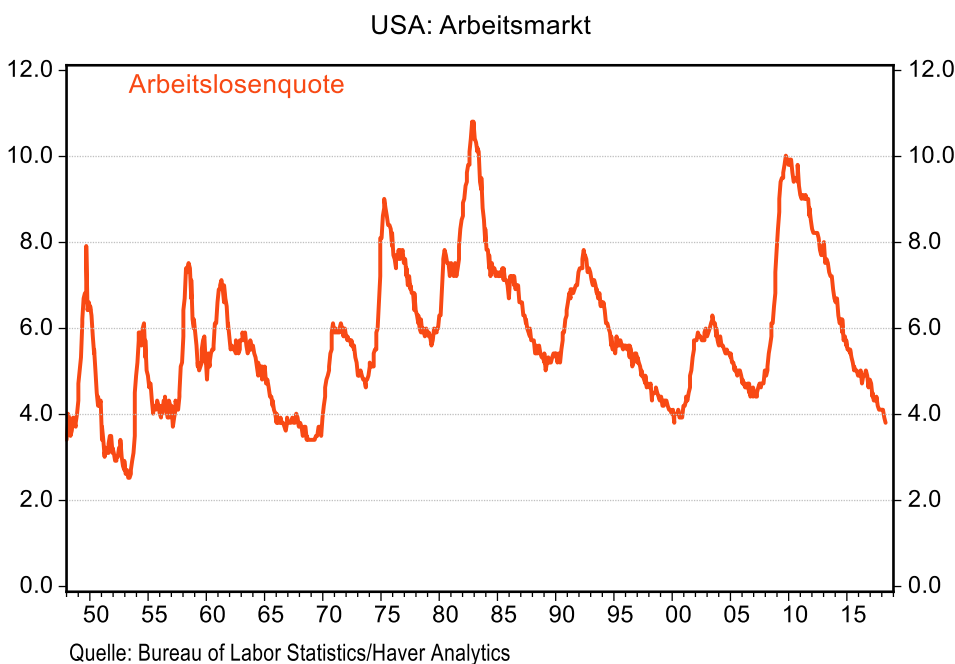
Bemerkenswert ist zudem die weiterhin gute Stimmung unter den Verbrauchern. Von einer Sorge über möglicherweise höhere Konsumgüterpreise nach der Einführung entsprechender Zölle auf ausländische Produkte ist bislang noch nichts zu spüren. Die entsprechenden Indizes zu dem Konsumentenvertrauen des Conference Board und der Universität Michigan befinden sich trotz in der Summe leicht rückläufiger Werte weiterhin in der Nähe ihrer Höchststände (siehe Chart nächste Seite). Offenbar verdrängt die sehr gute Situation auf dem Arbeitsmarkt aktuell Sorgen über eine Eskalation des Handelskonfliktes und die möglichen Folgewirkungen.

*Verbraucher weiterhin in exzellenter Stimmung.*



Die Entwicklung auf dem Jobmarkt gehört unzweifelhaft zu den erfreulichen Entwicklungen unserer Zeit. Im Mai fiel die Arbeitslosenquote auf 3,8 % und damit auf einen neuen Tiefstand im laufenden Konjunkturzyklus. Außerdem wurde damit das Niveau vom April 2000 wieder erreicht, welches bislang die niedrigste Arbeitslosenquote innerhalb der vergangenen 48 Jahre markierte. Man muss sehr lange in der Historie zurückgehen, um vergleichbare Situationen zu finden. Nur Anfang der 1950er Jahre und Ende der 1960er Jahre wurden über längere Zeiträume noch niedrigere Werte erreicht (siehe Chart).

*Arbeitslosenquote auf historischem Tiefstand...*



Auf der Grundlage der jüngsten Daten berechnete das Bureau of Labor Statistics einen Anstieg der Arbeitslosenquote im Juni auf 4,0 %, worauf noch gleich zurückzukommen ist. Unabhängig hiervon muss angesichts der weiterhin sehr

*...trotz jüngstem Anstieg auf 4,0 %.*

niedrigen Raten kritisch hinterfragt werden, inwiefern die heutige Situation am Arbeitsmarkt für durchschnittliche US-Bürger mit der Lage in den 1960er Jahren oder um die Jahrtausendwende vergleichbar ist. Für viele Menschen in der unteren Mittelschicht gehört ein Normalarbeitsverhältnis mittlerweile zur Ausnahme. Sie müssen teilweise mehrere kleinere Jobs gleichzeitig ausüben, um sich finanziell über Wasser zu halten. Außerdem ist die Definition der offiziellen Arbeitslosenquote zu berücksichtigen, die sich erheblich von der europäischen unterscheidet. Als arbeitslos gilt demnach nur, wer in den vergangenen vier Wochen vor der Erhebung aktiv nach einer Stelle gesucht hat. Menschen, bei denen die letzte Suche bereits mehr als vier Wochen zurückliegt aber nicht länger als zwölf Monate, werden als entmutigte Arbeitslose angesehen und in einer anderen Statistik erfasst. Das Gleiche gilt für alle diejenigen Personen, die aus Mangel an Alternativen eine Teilzeitstelle angenommen haben aber eigentlich gerne mehr arbeiten würden. Bei der Berücksichtigung dieser Personen ergäbe sich eine Arbeitslosenquote von 7,8 %, die wesentlich näher an dem Niveau in der Europäischen Währungsunion von derzeit 8,4 % liegt. Vor dem Hintergrund der sehr eng gefassten offiziellen Arbeitslosenquote ist es kein Wunder, wenn die Werte in den vom Niedergang der Industrie geprägten Bundesstaaten des sogenannten Rust Belts kaum vom nationalen Durchschnitt abweichen. In Illinois lag die Arbeitslosigkeit gemäß den jüngsten Daten von Mai bei 4,3 % und in Michigan bei 4,6 %. In Kalifornien, wo sich das Silicon Valley mit den großen Technologieunternehmen befindet, war die Arbeitslosigkeit mit zuletzt 4,2 % auch nicht viel niedriger.

*In den USA wird Arbeitslosigkeit sehr eng definiert.*

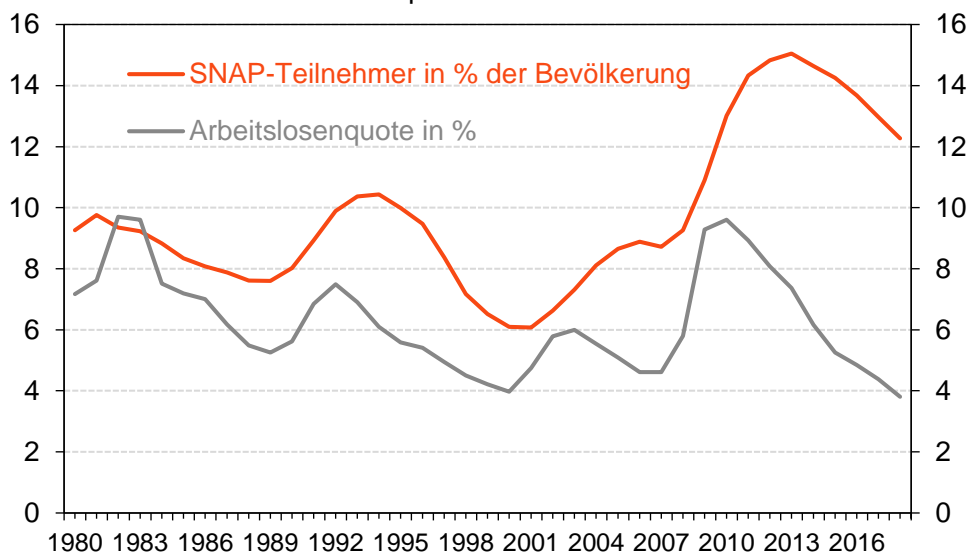
Die sehr enge Definition von offizieller Arbeitslosigkeit stellt auch den Schlüssel zur Erklärung des Anstiegs der Quote im Juni auf 4,0 % dar. Sie ist kein Indiz für eine Eintrübung der Konjunktur. Es scheint vielmehr so zu sein, dass viele Erwerbslose in den USA, die sich bereits längere Zeit nicht mehr aktiv um eine Stelle bemühten, durch die gute Konjunkturentwicklung zu neuen Suchanstrengungen motiviert werden. Hierdurch steigt dann die Anzahl der als suchend registrierten Personen an, was die letzte Bewegung der Arbeitslosenquote nach oben erklärt. Bestätigt wird diese Sichtweise durch den Anstieg der Erwerbsquote um 0,2 % auf 62,9 %. Sie gibt das Verhältnis aus der Summe von Erwerbstätigen und Arbeitssuchenden zur Gesamtbevölkerung an.

*Die Erwerbsquote steigt vor dem Hintergrund der guten Konjunktur an.*

Eine alternative Möglichkeit zur Einschätzung der sozialen Lage in den USA bilden übrigens die Lebensmittelhilfen der Zentralregierung über das Supplemental Nutrition Assistance Program (SNAP). Derzeit nutzen 40,1 Mio. Menschen in den USA Lebensmittelmarken beziehungsweise ihre moderne Variante in Form von Guthaben auf speziellen Debitkarten. Damit lassen sich an Supermarktkassen unverarbeitete Lebensmittel bezahlen. Der Anteil der SNAP-Teilnehmer an der Gesamtbevölkerung beträgt aktuell etwa 12,3 %. Hier zeigen sich dann auch deutlicher gewisse Unterschiede zwischen den Bundesstaaten. So liegt die Quote in Illinois bei 14,7 %, in Kalifornien aber nur bei 10,3 %. Landesweit war in den letzten Jahren ein Rückgang zu beobachten, der aber längst nicht so stark ausgeprägt ist wie das Absinken der Arbeitslosenquote. Die entstandene Schere deutet auf die prekäre Lage eines nicht unerheblichen Teils der US-Bevölkerung hin und untermauert, dass die offiziellen Arbeitslosenquoten nur mit Vorsicht zu interpretieren sind (siehe Chart nächste Seite).

*12,3 % der Amerikaner nutzen Lebensmittelbeihilfe der Regierung.*

Arbeitslosenquote und SNAP-Teilnehmer



Quelle: U.S. Department of Agriculture, Bloomberg, eigene Darstellung

**Der Blick hinter die Kulissen zeigt, dass die Lage für viele US-Amerikaner weit weniger positiv ist, wie der Rückgang der Arbeitslosenquote im Mai auf einen fast schon historisch zu nennenden Tiefstand suggeriert. Nichtsdestotrotz sind die Konsumenten in den USA in der Summe äußerst positiv gestimmt und auch die Wirtschaft blickt zuversichtlich nach vorne. Der Handelsstreit mit China und Europa hinterlässt bislang keine Spuren in den Indikatoren, obwohl gewisse Branchen zukünftig unter den jüngst verhängten Vergeltungszöllen leiden dürften. Und auch die anziehenden Inflationsraten sowie die steigenden Zinsen haben sich noch nicht spürbar ausgewirkt. Die gute Konjunktur dürfte deshalb noch eine Weile anhalten, auch wenn klar ist, dass die zusätzlichen Wachstumseffekte durch die Trump'sche Steuerreform vom letzten Jahr nicht ewig anhalten werden.**

Der Offenmarktausschuss der US-Notenbank erhöhte erwartungsgemäß auf seiner Sitzung Mitte Juni das Zielband für den Leitzins um 25 Basispunkte auf 1,75 % bis 2,00 %. Bereits im März hatte die Fed an der Zinsschraube gedreht und eine Erhöhung um 25 Basispunkte vorgenommen. Die ausgezeichnete konjunkturelle Situation gibt ihr Rückendeckung für diese Normalisierung der Geldpolitik. Die offizielle Arbeitslosenquote befindet sich wie beschrieben auf einem Tiefstand, so dass ein anhaltend sehr niedriges Zinsniveau aufgrund der Gefahr von Überhitzungserscheinungen eher kontraproduktiv wäre. Und das Gleiche gilt für die Geldwertstabilität als zweites wichtiges Politikziel der Notenbank.

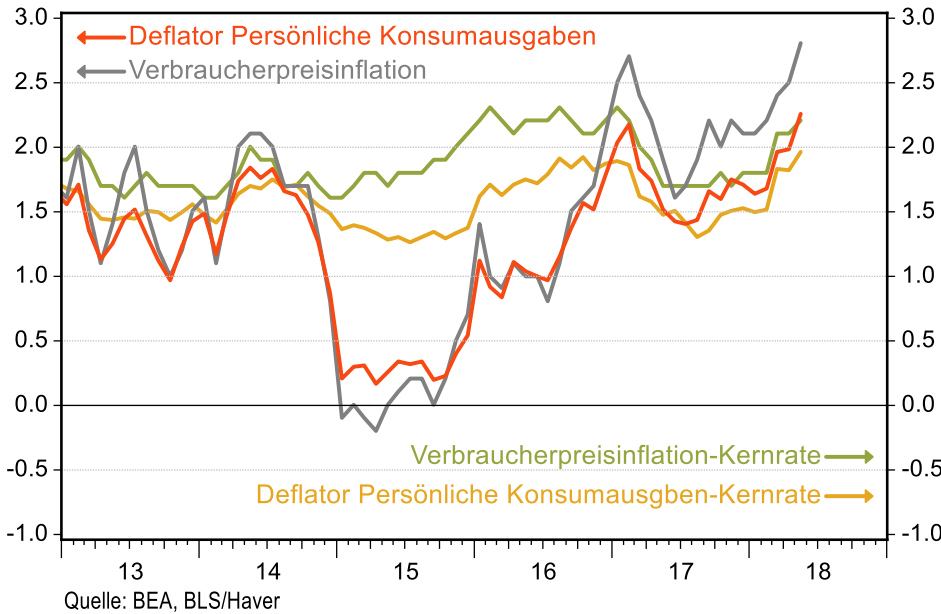
*Fed führte im Juni wie erwartet die 7. Leitzinserhöhung im laufenden Zyklus durch.*

Der Anstieg der Inflationsraten beschleunigte sich in den vergangenen Monaten erheblich. Der konventionelle Verbraucherpreisindex legte im April um 2,5 % gegenüber dem Vorjahrsmonat zu und im Mai betrug die Rate 2,8 %. Im Durchschnitt erwarten die von Bloomberg befragten Analysten für die am 12. Juli zur Veröffentlichung anstehende Jahresrate für den Monat Juni einen weiteren Anstieg auf 2,9 %. Ein wichtiger Grund für diese Entwicklung ist die bereits oben thematisierte Verteuerung des Rohöls. Allerdings ist auch ohne die Komponente Energie sowie Lebensmittel eine beschleunigte Geldentwertung feststellbar. Die Kernrate des Deflators der persönlichen Konsumausgaben erhöhte sich von

*Inflationsraten ziehen an.*

1,8 % im März und April auf 2,0 % im Mai. Zuletzt wurde diese Marke, die das Inflationsziel der Federal Reserve darstellt, im Frühjahr 2012 erreicht.

USA: Inflationsmaße (in % ggü. Vorjahr)



Zumindest offiziell scheinen die gestiegenen Verbraucherpreise die Notenbank noch nicht zu beunruhigen. Aus ihrer Sicht erreicht die Teuerung nach einer längeren Zeit mit deutlich zu niedrigen Werten jetzt erst allmählich wieder das wünschenswerte Terrain. Außerdem betont man die „Symmetrie“ des Inflationsziels, womit die Hinnahme von über den Zielwert liegenden Raten in den kommenden Monaten signalisiert wird. Auf der anderen Seite dürfte Fed-Chairman Jerome Powell durchaus bewusst sein, dass die vergleichsweise gute Beschäftigungsentwicklung und der Anstieg der Löhne die Konsumneigung der Bürger fördern wird. Und eine höhere Güternachfrage dürfte die Inflation weiter antreiben. Zwar fiel der Anstieg der durchschnittlichen Stundenverdienste der US-Amerikaner mit einer Jahresrate von 2,7 % im Mai und Juni leicht niedriger aus als die zuletzt gemeldete beziehungsweise die erwartete Inflationsrate für diese Monate. Aber schon seit Ende 2015 bewegt sich der Zuwachs der Stundenverdienste unter Schwankungen im Bereich von etwa 2,6 %, so dass die Reallöhne bislang etwas zulegen.

*Zuwachs der Stundenlöhne zuletzt leicht unter der Inflationsrate.*

Aus volkswirtschaftlicher Sicht ist somit eine Fortsetzung der Leitzinserhöhungen unbedingt zu befürworten. Sie sind mit Blick auf die vorübergehenden Wachstumsimpulse durch die Steuerreform von Donald Trump sogar dringend geboten. Eine restriktivere Geldpolitik zum aktuellen Zeitpunkt kann helfen, die stimulierenden Effekte der Fiskalpolitik auszugleichen. Und sollte es später zu einer nachhaltigen Konjunkturertrübung kommen, dann besteht aufgrund des höheren Leitzinsniveaus wieder Potenzial für Lockerungen.

Zwei wichtige Aspekte lassen die Notenbank jedoch sehr behutsam vorgehen. Erstens besteht die generelle Gefahr eines Übersteuerns durch zu schnelle oder zu umfangreiche Zinsschritte. Der letzte Zinserhöhungszyklus wurde vor mehr als einem Jahrzehnt vollzogen. Nicht wenige Akteure an den Finanzmärkten und in der Realwirtschaft wären nach den vielen Jahren der ultralockeren Geldpolitik

*Fed muss behutsam vorgehen.*

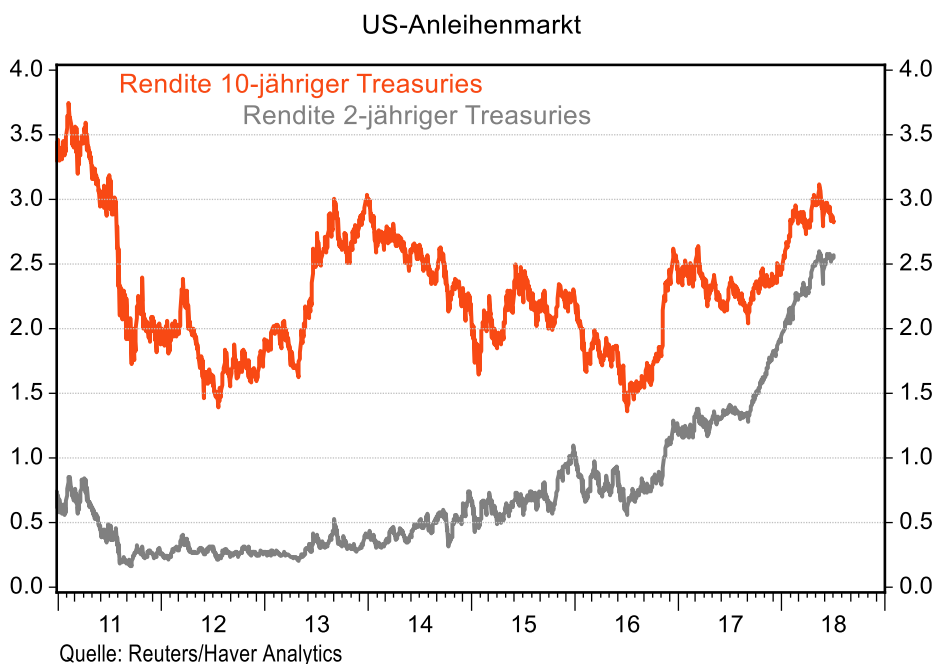
vermutlich überfordert. Und nicht wenige haben noch nie Erfahrungen in einem Umfeld mit steigenden Kreditzinsen gesammelt. Zweitens besteht die reelle Gefahr, das durch forcierte Zinsschritte der Notenbank die kurzfristigen Geldmarktsätze schneller ansteigen als die Renditen für langfristige Kapitalleihen. Eine inverse Zinsstrukturkurve hätte aber vermutlich allein schon aufgrund ihrer Signalwirkung das Potenzial, einen Abschwung einzuleiten.

**Vor dem Hintergrund der insgesamt positiven Konjunktorentwicklung wird die Notenbank ihre Leitzinserhöhungen voraussichtlich unverändert fortsetzen. Angesichts des zuletzt beschleunigten Anstiegs der Verbraucherpreise, der grundsätzlich sehr guten Lage am Arbeitsmarkt sowie der positiven Stimmungsindikatoren sind zwei weitere Zinsentscheide im September und Dezember über jeweils 25 Basispunkte das wahrscheinlichste Szenario. Umfangreichere Zinsschritte dürften aufgrund der damit verbundenen Gefahren kaum umgesetzt werden, zumal die Federal Reserve ein Überschießen der Inflationsraten nach eigener Aussage hinnehmen wird. Vermutlich stehen im ersten Halbjahr 2019 zwei weitere Zinserhöhungen an. Danach dürfte Chairman Powell aber die zinspolitischen Zügel nicht weiter anziehen. Die Federal Funds Target Rate stände dann bei 3,0 %, womit nach Ansicht von Marktbeobachtern ungefähr das Niveau des sogenannten neutralen Zins erreicht wäre.**

## Rentenmarkt

Seit Ende April stieg die Rendite 2-jähriger US-Staatsanleihen um 7 Basispunkte auf zuletzt 2,56 % an. Die Richtung der Bewegung vollzog sich damit in Einklang mit der Leitzinsanhebung, wenn auch deutlich schwächer ausgeprägt. Auf der anderen Seite gab die Rendite 10-jähriger Staatspapiere per Saldo um 11 Basispunkte nach. Sie betrug zuletzt 2,85 % (siehe Chart).

*Rendite 10-jähriger Treasuries zuletzt rückläufig.*

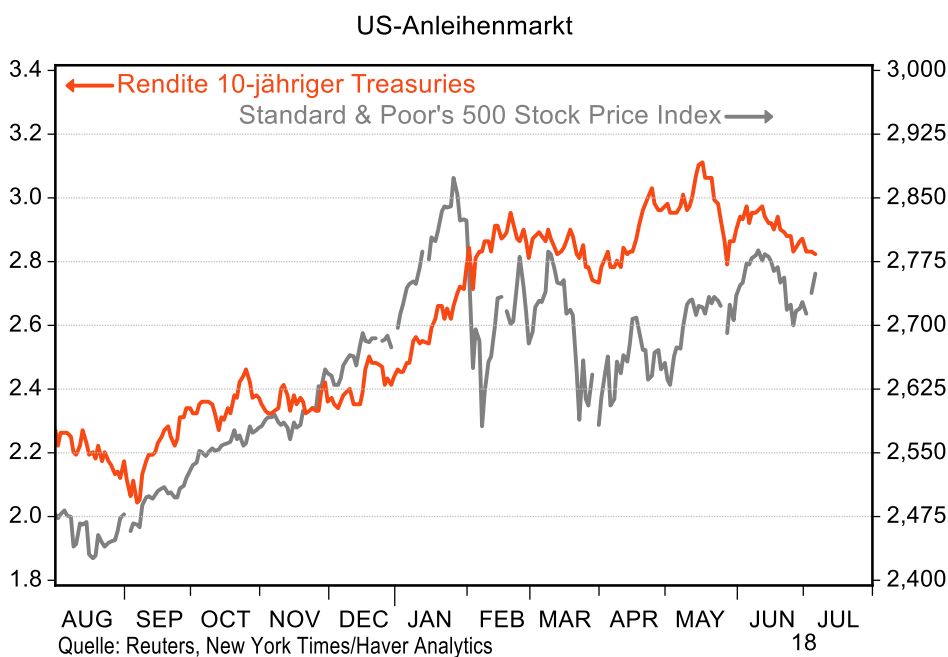




Die Entwicklung bedeutet ein weiteres Abflachen der Zinsstrukturkurve. Die Renditedifferenz zwischen 10-jährigen und 2-jährigen Treasuries sank somit im Berichtszeitraum von 47 Basispunkten auf nur noch 29 Basispunkte. Die Märkte sind damit ein gutes Stück näher an eine inverse Zinsstruktur herangerückt. Eine solche Situation erwies sich in der Vergangenheit oftmals als Anzeichen für eine bevorstehende Rezession.

Im Mai sah es allerdings zunächst noch so aus, als ob sich der Renditeanstieg auch am langen Ende fortsetzen würde. Erst im April überschritt die Rendite von Treasuries mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren erstmals seit Januar 2014 wieder die runde Marke von 3,0 % und Mitte Mai wurde ein Höchststand von 3,11 % erreicht. Anschließend vollzog sich allerdings in zwei Phasen ein Rückgang, der nur von einer kurzen Zwischenerholung unterbrochen wurde. Ende Mai führten die politischen Querelen um die Regierungsbildung in Italien zu einer Flucht vieler Marktakteure in die sicheren Häfen und damit auch in Treasuries. Und in der zweiten Junihälfte scheint vor dem Hintergrund des eskalierenden Zollkonflikts zwischen den USA und China viel Kapital von Aktien in Renten umgeschichtet worden zu sein. Die Rendite der Staatspapiere sank in dieser Zeit im Einklang mit den großen Aktienindizes (siehe Chart).

*Politische Faktoren verhinderten Fortsetzung des Renditeanstiegs.*



**Die derzeitigen Leitzinserhöhungen der Notenbank sollten sich vor allem im Bereich der kurzen Laufzeiten bemerkbar machen. Dort wurde der Renditeanstieg zuletzt aber von den politischen Störfeuern aus Rom und Washington abgebremst. Und am langen Ende der Zinsstrukturkurve kam er sogar gänzlich zum Stehen, beziehungsweise er kehrte sich um. Damit lässt sich seit Anfang Februar dieses Jahres per Saldo nur eine Seitwärtsbewegung der Renditen 10-jähriger Treasuries feststellen. In den Monaten davor war der Trend noch eindeutig nach oben gerichtet. Vermutlich dürften die Märkte aber bald wieder in den „Risk on-Modus“ schalten und die Renditen wieder ihren Weg nach oben finden. Hierfür sprechen vor allem die anziehenden Inflationsraten. Eine Voraussetzung für dieses Szenario ist allerdings, dass die neue italienische Regierung weitgehend auf einen offenen Konfron-**

tationskurs mit Brüssel verzichtet und Präsident Trump den Handelskonflikt nicht vollends eskalieren lässt.

## Aktienmarkt

Die Aktienmärkte entwickelten sich im Berichtszeitraum im Großen und Ganzen erfreulich. Der S&P 500-Index legte seit Ende April um 2,5 % zu und die Technologiebörse NASDAQ um 6,2 %. Der grundsätzlich aufwärts gerichtete Trend scheint sich damit fortzusetzen und im Rückblick erscheint der Kurseinbruch von Februar beziehungsweise März eher als eine vorübergehende Korrektur (siehe Chart).

*Grundsätzlicher Anstieg der Aktienindizes...*

USA: Aktienmarkt



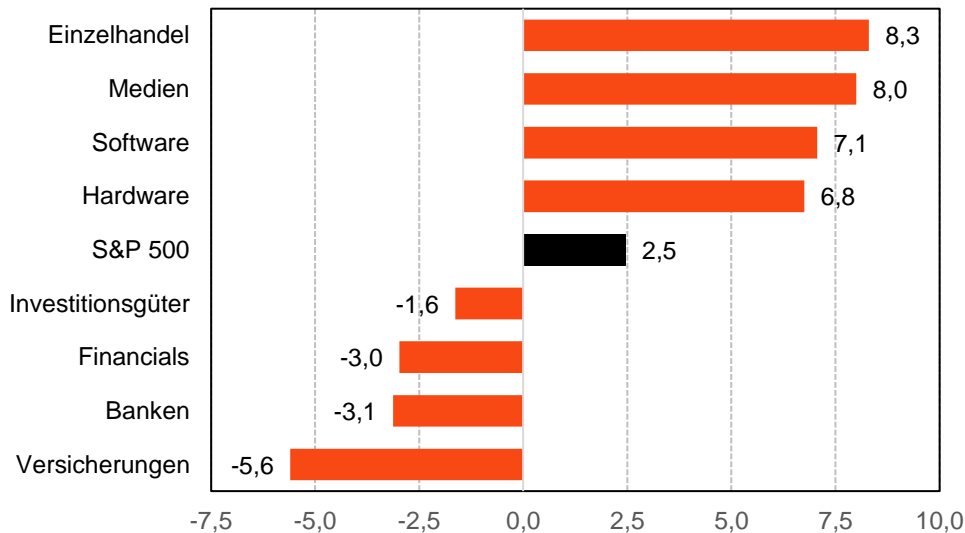
Allerdings erreichte unter den bedeutenden Indizes bislang nur die NASDAQ neue Allzeithochs, wohingegen der S&P 500-Index weiterhin etwa 100 Punkte tiefer notiert als kurz vor dem Rückschlag Anfang Februar. Diese Unterschiede gehen unter anderem auf die abweichende Gewichtung einzelner Branchen zurück. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass junge Technologiewerte weiterhin im Rampenlicht stehen und vor allem diejenigen Indizes antreiben, in denen sie hoch gewichtet sind. Dagegen trat der Dow Jones-Index als überwiegendes Abbild der „Old Economy“ auf der Stelle. Er befindet sich per Saldo auf dem gleichen Niveau wie Ende April.

*...vor allem aufgrund der guten Entwicklung der Tech-Aktien.*

Deutlich werden die Unterschiede mit Blick auf die Subindizes aus dem Aktienuniversum des S&P 500. Zu den drei Branchen mit der besten Wertentwicklung in den letzten zwei Monaten gehören die Bereiche Software, Medien und Einzelhandel, wobei jeweils Konzerne mit neuen, internetbasierten Geschäftsmodellen an der Spitze stehen. Das insgesamt gute Abschneiden der drei Wirtschaftszweige dürfte daneben auch auf der überragenden Verbraucherstimmung beruhen. Dies zeigen die weiteren Plätze der Gewinnerliste, wo sich die Branchen Haushaltsprodukte sowie Spielzeug und Bekleidung wiederfinden. Überdurchschnittlich haben sich übrigens auch die Wertpapiere aus dem Hardware-Bereich verteuert,

also die Aktien der Anbieter von Telekommunikationsausrüstungen und Computern.

S&P 500-Branchenspiegel: Gewinner und Verlierer seit Ende April in %

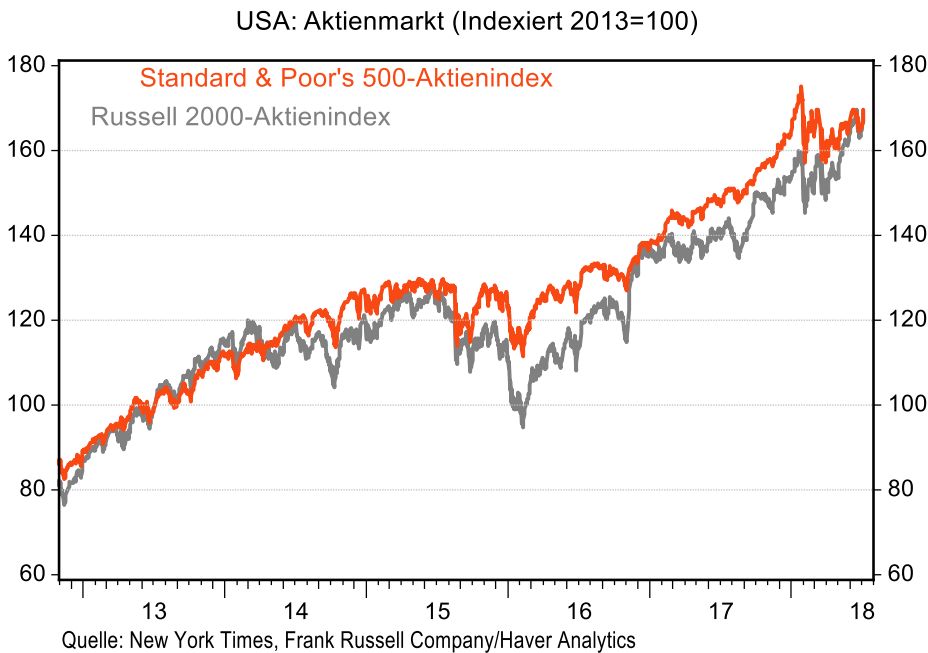


Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Zu den Verlierern der letzten zwei Monate gehören insbesondere Versicherungsunternehmen, deren Aktien gemessen an dem entsprechenden S&P-Subindex um 5,6 % nachgaben. Auf den weiteren Verliererrängen folgen Banken und danach die Branche Financials, die hauptsächlich Börsenbetreiber sowie weitere Unternehmen aus dem Finanzdienstleistungsbereich umfasst. Diese Entwicklung dürfte zu einem nicht unerheblichen Teil der Aussicht auf kontinuierliche Leitzinsanhebungen in den kommenden Quartalen geschuldet sein. Sie nähren Befürchtungen vor einer Verflachung der Zinsstrukturkurve, die eintreten kann, sofern nicht die langfristigen Renditen im gleichen Maße ansteigen wie die kurzfristigen. Im ungünstigen Fall einer flachen Kurve würde die Möglichkeit der Banken erschwert werden, durch Fristentransformation Gewinne zu erzielen. Und steigende Zinsen und damit rückläufige Rentenkurse können sich negativ auf die Portfolios von Versicherungsunternehmen auswirken.

*Finanzwerte zuletzt unter Druck.*

Neben den beiden Aspekten Technologie und Zinsen machte sich ein dritter Aspekt an den Märkten bemerkbar. Der Zollstreit belastete die größeren Unternehmen etwas mehr als die kleineren, da die erstgenannten tendenziell stärker über Exporte und Importe in den Außenhandel eingebunden sind. Eine Eskalation der Streitigkeiten mit Zöllen und Vergeltungszöllen kann ihre Gewinnsituation deshalb stärker beeinträchtigen. Dagegen sind die kleinen Betriebe weniger betroffen, die in der Regel nur auf dem Binnenmarkt agieren. Sichtbar wird dies an der Entwicklung von Indizes aus der zweiten Reihe. So erklomm der Russel 2000-Index, der die 2.000 kleinsten Unternehmen aus dem Universum des Russel 3000-Index abbildet im Juni ein neues Allzeithoch (siehe Chart nächste Seite). Seit Jahresbeginn 2018 weist er ein Plus von 11 % aus, wohingegen der S&P 500-Index mit den großen Unternehmen nur um 4 % zulegte.



Der Aufwärtstrend an den Aktienmärkten ist weiterhin intakt. Dass er hauptsächlich von Technologiewerten getragen wird, könnte als negatives Zeichen für die zukünftige Entwicklung interpretiert werden. Manche Tech-Aktien sind überdurchschnittlich bewertet. Und außerdem lehrt die Erfahrung aus der New Economy-Blase um die Jahrtausendwende, dass einstige Börsenlieblinge im Fall einer konjunkturellen Eintrübung aufgrund von Gewinnmitnahmen und zunehmender Risikoaversion besonders gefährdet sind. Aus der aktuellen Situation kann gleichwohl kein akutes Warnsignal abgeleitet werden. Die aktuellen Gewinnerbranchen führten bereits die Rangliste des Jahres 2017 an. Die Situation ist damit nicht neu und sie kann sich auch noch länger fortsetzen. Die Rahmendaten für den Aktienmarkt bleiben aufgrund der guten Konjunktur zudem weiterhin positiv. Gegenwind droht, wenn sich der Handelskonflikt mit China und Europa ausweitet und auch den bis jetzt kaum thematisierten Software- beziehungsweise Dienstleistungsbereich erfasst, der für die USA sehr wichtig ist. Unabhängig hiervon dürften mittelfristig höhere Refinanzierungskosten und möglicherweise anziehende Löhne die Unternehmensgewinne belasten. Mit Blick auf die in den nächsten Tagen beginnende Berichtssaison der Unternehmen zum 2. Quartal überwiegt jedoch bei vielen Marktteilnehmern die Zuversicht.

## 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	2,6	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	2,0	0,9	0,2	0,5	1,7	1,75	6,7	6,4	6,1	5,7	5,3
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	3,9
Japan	0,3	1,4	0,9	1,7	1,0	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	2,4	3,2	3,5	3,5	3,2	-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	8,0	8,2	0,3	0,6	0,8	0,7	0,8	-	-	-	-	-
UK	-4,7	-4,3	-4,4	-4,1	-3,7	-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	-3,0	-4,0	-3,5	-4,4	-4,3	-3,7	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Japan	0,8	3,1	3,8	4,0	3,8	-5,4	-3,5	-4,2	-4,1	-3,3	120	120	117	113	110

<sup>1</sup> Jahresdurchschnitt

<sup>2</sup> 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&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	0,75	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	3,25
Japan	0-0,1	0-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	0,3	0,0	0,0	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

	Q1 16	Q2 16	Q3 16	Q4 16	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	Q2 18	09.07.
CRB-Index	170,5	192,6	186,3	192,5	185,9	174,8	183,1	193,9	195,4	200,4	198,2
Ölpreis (Brent)*	39,6	49,7	49,1	56,8	52,8	47,9	57,5	66,9	70,3	79,4	78,1

Angaben jeweils zum Periodenende

<sup>1</sup> 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.