

8. Mai 2018

Kapitalmarktbericht USA

Nr. 3: Fed signalisiert Hinnahme höherer Inflationsraten

KONJUNKTUR UND GELDPOLITIK: Die US-Wirtschaft wuchs im 1. Quartal 2018 real um 2,3 %. Die Konjunkturindikatoren deuten grundsätzlich auf eine Fortsetzung der guten Wirtschaftslage hin. So hob beispielsweise auch der Internationale Währungsfonds seine Wachstumsprognose für das laufende Jahr auf 2,9 % an. Die Federal Reserve behält ihren moderaten Zinserhöhungspfad bei und signalisierte, dass sie zukünftig etwas höhere Inflationsraten hinnehmen werde.

RENTENMARKT: Nach einer Konsolidierung im März setzte sich der Trend steigender Renditen weiter fort. Treasuries mit 10-jähriger Restlaufzeit rentieren derzeit mit knapp 3,0 %. Die Verflachung der Zinsstrukturkurve hat in den letzten zwei Monaten per Saldo ebenfalls geringfügig zugenommen. Die Rendite 2-jähriger Staatsanleihen liegt momentan zwar noch etwa 45 Basispunkte unterhalb der 10-jährigen Papiere. Der Markt nähert sich jedoch immer mehr einer inversen Zinsstruktur an.

AKTIENMARKT: Die Aktienmärkte erscheinen weiterhin angeschlagen. Zwar setzte nach dem Einbruch im Februar eine technische Gegenbewegung ein. Außerdem führte die Verunsicherung aufgrund des Zollstreits mit Europa und später mit China nicht zu neuen Tiefständen. Aber die grundsätzlich gute konjunkturelle Lage mit hohen Unternehmensgewinnen und Aktienrückkäufen gibt kaum Auftrieb. Dagegen wirken sich die höheren Zinsen und die US-Dollar-Aufwertung belastend aus.

- Dr. Torsten Gruber
- Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

Konjunktur und Geldpolitik

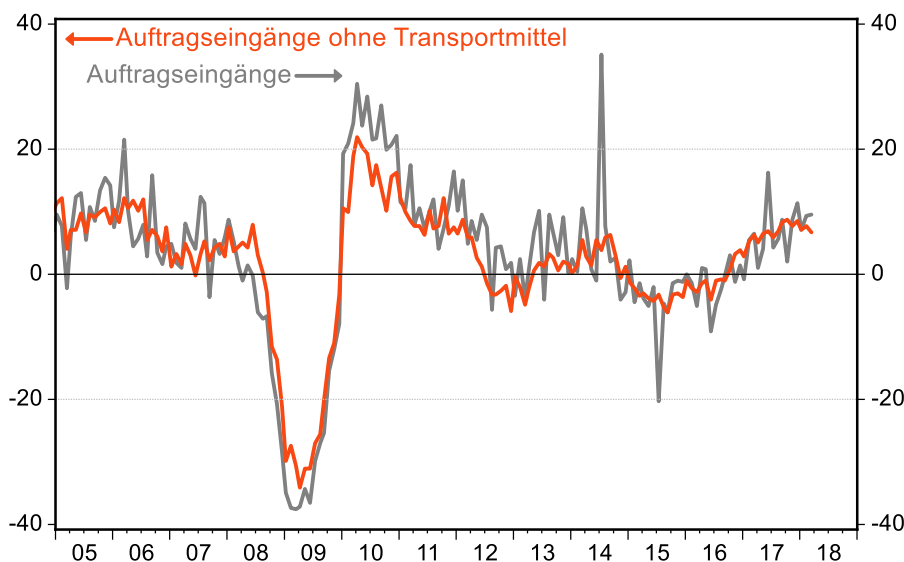
Gemäß der ersten Schätzung des Bureau of Economic Analysis wuchs die US-Wirtschaft im 1. Quartal 2018 mit einer annualisierten Rate von 2,3 %. Dies ist auf der einen Seite ein leichter Rückgang gegenüber dem letzten Quartal des Jahres 2017, für das nach anfänglich etwas niedrigeren Schätzungen schlussendlich ein Wachstum von 2,9 % gemeldet wurde. Andererseits wurden die Erwartungen der Analysten deutlich übertroffen. Lediglich 15 Volkswirte von 76 Teilnehmern einer Bloomberg-Umfrage rechneten mit 2,3 % oder einem höheren Wert. Viel häufiger wurden niedrigere Werte vorhergesagt und im Durchschnitt betrug die Prognose für das annualisierte Wachstum nur 2,0 %.

US-BIP wuchs im 1. Quartal um 2,3 %.

Auch der Reigen der monatlichen Konjunkturdaten gibt in der Summe ein gemischtes Bild. Positive Meldungen wechseln sich mit eher verhaltenen Nachrichten ab. Beispielsweise stieg die Kapazitätsauslastung des verarbeitenden Gewerbes von 74,9 % im Januar auf 76,0 % im Februar an. Im März wurde das hohe Niveau mit 75,9 % grundsätzlich beibehalten. Und die Auftragseingänge für langlebige Industriegüter lagen im März um 9,5 % über dem Vorjahreswert. Dies ist ein im Vergleich zu den letzten Jahren überdurchschnittliches Wachstumsniveau, auch wenn das Auftragsplus ohne Berücksichtigung von Transportmitteln wie Flugzeugen nur 6,7 % gegenüber dem Vorjahresmonat beträgt (siehe Chart).

Die Industrie ist momentan weiterhin gut ausgelastet...

USA: Auftragseingänge langlebiger Güter (Jahresrate in %, SA)



Quelle: Census Bureau/Haver Analytics

Die Stimmungsindikatoren zeichnen dagegen ein tendenziell eher verhaltenes Bild. Der Einkaufsmanagerindex des Institute for Supply Management (ISM) für das verarbeitende Gewerbe ging von 60,8 Punkten im Februar auf 59,3 Punkte im März und auf 57,3 Punkte im April zurück. Dies sind immer noch ausgesprochen hohe Stände, zumal nach ISM-Definition Werte von mehr als 50 Punkten Wirtschaftswachstum signalisieren. Allerdings scheint der Rückenwind für die Konjunktur abzunehmen. Ein stark gegensätzliches Bild zeichnet der Einkaufsmanagerindex des privaten Analyseinstituts IHS Markit für das

...aber Stimmungsindikatoren deutlich auf Abschwächung hin.

verarbeitende Gewerbe. Dieser stieg nämlich von 55,3 Punkten im Februar auf 55,6 Punkte im März und schließlich auf 56,5 Punkte im April (siehe Chart).



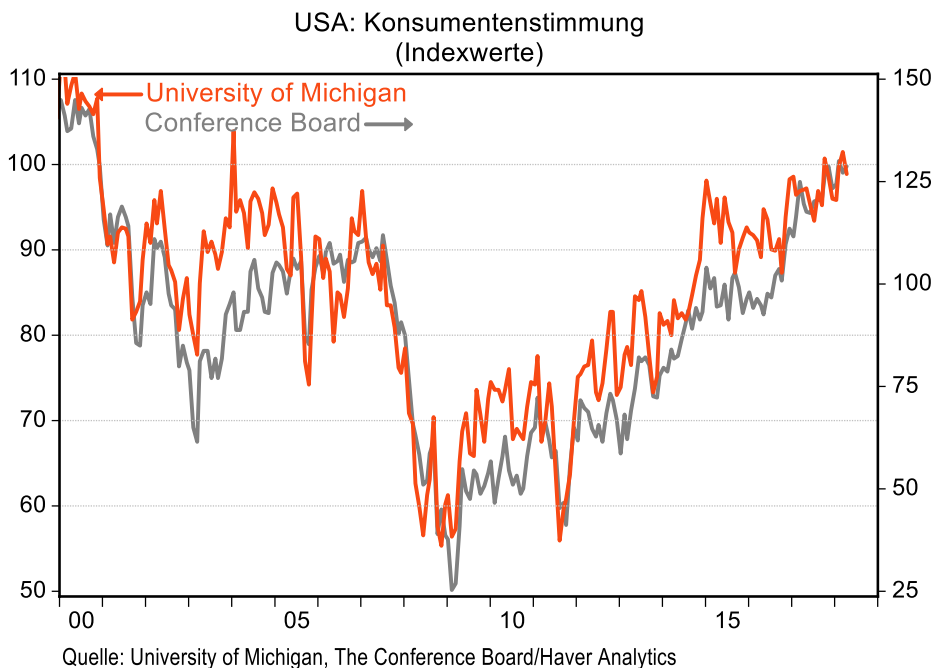
Im Dienstleistungssektor kühlte die Euphorie nach einhelliger Meinung der Umfrageinstitute zuletzt ab. Das ISM ermittelte einen Rückgang des Einkaufsmanagerindex von 59,5 Punkten im Februar auf 56,8 Punkte zwei Monate später. Und IHS Markit weist im Berichtszeitraum eine Verschlechterung des eigenen Einkaufsmanagerindex von 55,9 Punkte auf 54,4 Punkte aus.

Stimmungseintrübung im Dienstleistungsbereich.

Auch die US-amerikanischen Konsumenten als Rückgrat der Volkswirtschaft blicken ein kleines bisschen weniger optimistisch in die Zukunft. Das von der Universität Michigan erhobene Verbrauchervertrauen verbesserte sich zwar von 99,7 Punkten im Februar auf 101,4 Punkte im März. Doch danach ging es jedoch auf 98,8 Punkte im April nach unten. Und die Stichprobe unter rund 3.000 Haushalten des Conference Board zum Verbrauchervertrauen fiel im Berichtszeitraum zunächst deutlich von 130,0 Punkten auf 127,0 Punkte. Der April brachte dann eine Verbesserung auf 128,7 Punkte. In der Summe befinden sich beide Indizes jedoch weiterhin in der Nähe von Mehrjahreshöchstständen (siehe Chart auf der folgenden Seite).

Getragen wird die gute Stimmung der Verbraucher unter anderem von der vorteilhaften Beschäftigungssituation. Die Arbeitslosenquote befindet sich bereits seit einem Jahr unterhalb des tiefsten Niveaus der letzten Boomphase 2006/07. Sie verharrte seit Oktober 2017 bei 4,1 %, fiel aber im April gleich um zwei Zehntelprozentpunkte auf 3,9 %. Dies ist der niedrigste Werte seit Dezember 2000. Dieser Erfolg kam jedoch nicht nur durch Stellenaufbau, sondern zum Teil auch durch einen Rückgang der arbeitssuchend gemeldeten Menschen zustande. Die Erwarbsquote sank von 62,9 % auf 62,8 %.

Arbeitslosenquote fällt auf 3,9 %.



Der maßgeblich von US-Präsident Donald Trump initiierte Zollstreit, der zuerst die Beziehungen zu der EU belastete und später zur Volksrepublik China, schwelt momentan nur im Hintergrund. Derzeit laufen Gespräche auf der Fachebene, wobei man Presseberichten zufolge noch weit von einer Einigung entfernt sei. Im April erhöhten die Volkswirte des Internationalen Währungsfonds (IWF) übrigens ihre zuletzt im Januar angehobenen Prognosen für das Wirtschaftswachstum der USA erneut. Sie erwarten demnach einen realen Anstieg des Bruttoinlandsproduktes von 2,9 % im Jahr 2018 und von 2,7 % im Jahr 2019. Beide Prognosen lagen zuvor um 0,2 Prozentpunkte niedriger.

Der Zustand der US-Wirtschaft lässt sich folgendermaßen zusammenfassen: Alle Indikatoren belegen einen hohen Stand von Beschäftigung und Kapazitätsauslastung sowie von Zukunftsvertrauen. Die USA befinden sich damit in der Hochkonjunktur. Diese Feststellung gilt unabhängig von mitunter enttäuschenden einzelnen Konjunkturdaten. Zwar monieren manche Marktbeobachter die eher verhaltenen Wachstumsraten des realen Bruttoinlandsproduktes von „nur“ 2 % bis 3 % und stellen ihnen die sehr viel höheren Raten aus der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts gegenüber. Hierbei sollte aber nicht vergessen werden, dass das Wachstum in reifen Volkswirtschaften allmählich nach unten tendiert und dass sich auch in den USA immer mehr die Demographie mit der Pensionierung der sogenannten Baby Boomer-Generation bemerkbar macht. Der Rückgang verschiedener Stimmungsindikatoren kann zwar als Hinweis auf ein Überschreiten des natürlichen Wachstumszenits interpretiert werden. Die Effekte der US-Steuerreform für den Konsum und die Investitionen der Wirtschaft verlängern jedoch die Phase hohen Wachstums ebenso wie die weiterhin noch akkomodierende Geldpolitik.

Seit Anfang Februar 2018 wird die US-Notenbank von dem studierten Juristen und ehemaligen Partner der Carlyle Group, Jerome Powell geleitet. Auf seiner ersten geldpolitischen Sitzung am 21. März hob der neue Chairman erwartungsgemäß den Leitzins um 25 Basispunkte an. Das Zielband für die

Der Konflikt um Zölle trat zuletzt in den Hintergrund.

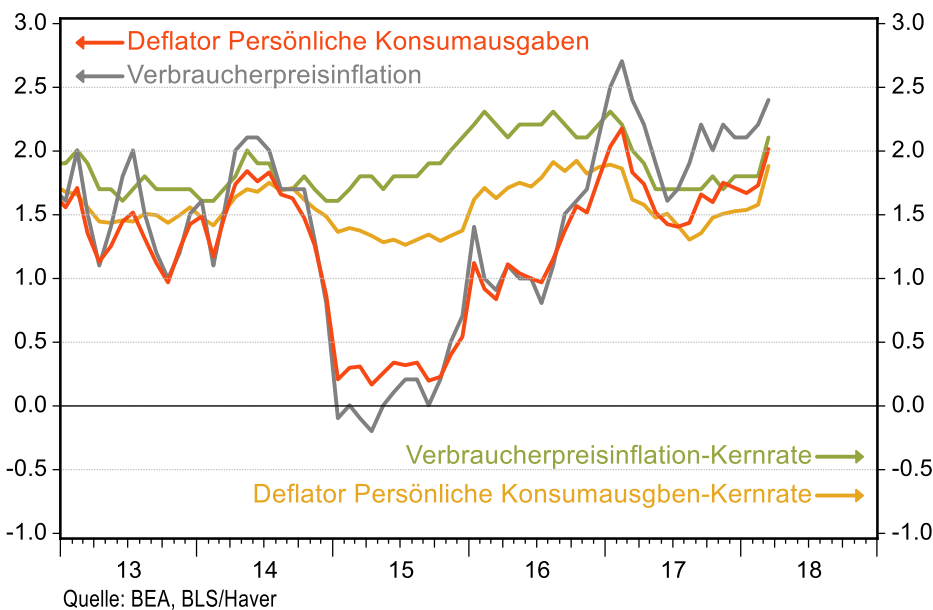
Die USA befinden sich weiterhin in einer vorteilhaften konjunkturellen Lage.

Powell neuer Chairman der Fed.

Federal Fund Rates liegt seither bei 1,5 % bis 1,75 %. Powell präsentierte sich als Pragmatiker, der mit weniger professoralen Erläuterungen auskommt als seine Vorgängerin Janet Yellen beziehungsweise davor Ben Bernanke.

Innerhalb der kurzen Amtszeit des neuen Notenbankchefs vollzog sich ein Inflationsanstieg, den alle gängigen Maße widerspiegeln (siehe Chart). Die traditionelle Verbraucherpreisinflation nahm von 2,1 % im Januar auf zuletzt 2,4 % im April zu. Selbst der derzeit niedrigste Wert, der von der Notenbank besonders beachtete Deflator der persönlichen Konsumausgaben ohne Energie und Lebensmittelpreise, stieg von 1,5 % im Januar auf 1,9 % im März an.

USA: Inflationsmaße (in % ggü. Vorjahr)



In seiner Stellungnahme nach der jüngsten geldpolitischen Sitzung Anfang Mai nahm Jerome Powell zur Kenntnis, dass sich die Inflationsrate nahe an die Marke von 2 % heranbewegt hat. Dieses Niveau stellt seit einigen Jahren die offizielle Zielrate für die Geldentwertung dar. Offenbar beabsichtigte das Entscheidungsgremium jedoch, die Erwartungen über eine nun schnellere Straffung der geldpolitischen Zügel von Anbeginn zu dämpfen. In der Stellungnahme wurde die bisherige Formulierung gestrichen, wonach das geldpolitische Komitee die Inflationsentwicklung „genau beobachtet“. Stattdessen wurde die eher passiv wirkende Erwartung geäußert, dass sich die Inflationsrate mittelfristig in der Nähe des „symmetrischen“ Ziels von 2 % bewegen werde.

Marktbeobachter werteten die Formulierung „symmetrisch“ einhellig als wichtige Botschaft. Das Federal Reserve System wird zukünftig ein Überschießen der Inflationsrate nach oben hinnehmen. Untermauert wird diese Einschätzung oftmals mit dem Hinweis auf die seit April 2012 unterhalb ihres Zielwertes liegende Kernrate des Deflators der persönlichen Konsumausgaben. Wenn die Inflationsrate so viele Jahre unterhalb der Zielmarke gelegen habe, dann sei es eben „symmetrisch“, auch eine gewisse Zeit höhere Werte zu akzeptieren.

Fed wird ein Überschießen der Inflationsrate nach oben in absehbarer Zeit hinnehmen.

Dieser Sicht ließe sich entgegen, dass der Deflator aufgrund seiner statistischen Konzeption über längere Beobachtungszeiträume eine deutlich niedrigere

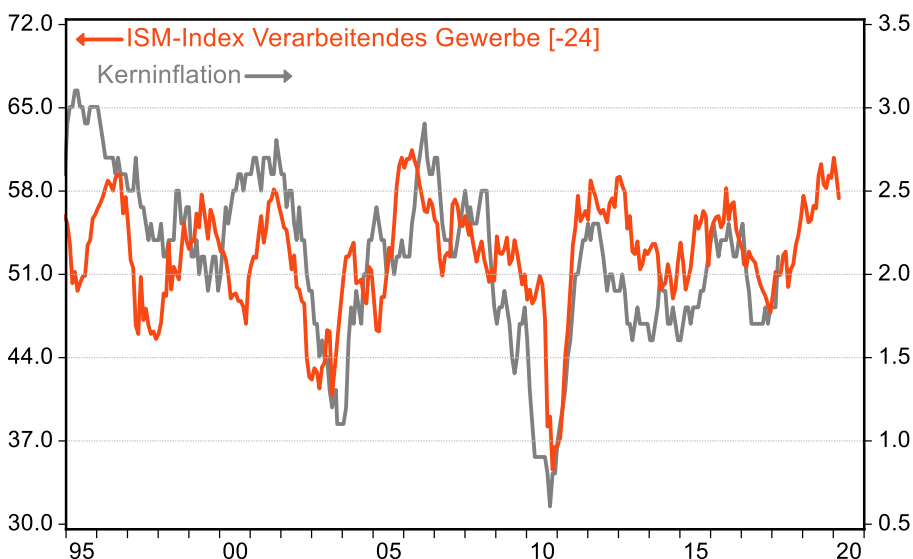
Geldentwertung ausweist als die traditionelle Inflationsrate. Dies betrug ohne Berücksichtigung von Energie und Lebensmittelpreisen seit April 2012 durchschnittlich 1,9 % und lag damit in mittlerer Frist sehr nahe am Zielwert. Für die Kernrate des Deflators des persönlichen Verbrauchs ergibt sich ein Durchschnitt von 1,4 %. Entscheidend ist demnach allein, wie gemessen wird. Außerdem ist die Hinnahme von zukünftig höheren Inflationsraten eben kein Zeichen für Symmetrie, sondern ein Beleg für eine stark asymmetrische Geldpolitik. Es sollte nicht vergessen werden, dass die Federal Reserve von Herbst 2012 bis Herbst 2014 ein billionenschweres Anleihekaufprogramm durchführte und den Leitzins bis Dezember 2015 auf einem historischen Tiefstand von 0 % bis 0,25 % beließ, um die Inflation anzuheizen. Die Notenbank hat also massiv versucht, sich mit umfangreichen und unorthodoxen Methoden gegen die aus ihrer Sicht zu niedrige Inflationsrate zu stemmen. Diese Maßnahmen waren einfach nur nicht so erfolgreich wie gewünscht. Umgekehrt wird die Fed nun offenbar höhere Inflationsraten ohne Gegenwehr hinnehmen.

Fed praktiziert stark asymmetrische Geldpolitik.

Bei der Wahl ihrer Worte dürften sich die Mitglieder des Offenmarktausschusses der US-Notenbank bewusst gewesen sein, dass in den kommenden Monaten eine Fortsetzung des Inflationsanstieges wahrscheinlich ist. Der quasi leergeäumte Arbeitsmarkt könnte zukünftig höhere Lohnsteigerungsraten und damit höhere Konsumentenpreise nach sich ziehen. Der Anstieg der wöchentlichen Stundenlöhne bewegt sich bereits seit Sommer 2016 in einer Bandbreite von etwa 2,4 % bis 2,7 %. Zwar wurde im April lediglich eine Steigerungsrate von 2,6 % gemessen, womit die Beschleunigung des Anstiegs zumindest vorübergehend aussetzte. Allerdings ist das erreichte Niveau das höchste der Nachkrisenzeit. Und auch die allgemein gute konjunkturelle Lage deutet höhere Güterpreise an. In der Vergangenheit folgte die Kernrate der Inflation der Entwicklung der Konjunktur mit einer Zeitverzögerung von etwa 24 Monaten. Wird der Einkaufsmanagerindex des Institute for Supply Management für das verarbeitende Gewerbe als Prognosewert für die Wirtschaftsentwicklung herangezogen, dann ergibt sich trotz des zuletzt rückläufigen Indexwertes die Aussicht auf einen Anstieg der Inflations-Kernrate auf etwa 2,5 % (siehe Chart). Und es würde nicht überraschen, wenn die eigentliche Inflationsrate sogar noch etwas darüber läge.

Anstieg der Inflationsrate ist wahrscheinlich.

ISM-Index vs. Kerninflation



Quelle: ISM, BLS/Haver

Die Aussicht auf wieder höhere Inflationsraten zieht die Frage nach sich, warum die US-Notenbank nicht mit entschlossenen Zinsanhebungen gegensteuert. Für einen restriktiveren Kurs spricht auch, dass sich der Leitzins und damit das Renditeniveau auf dem Geldmarkt trotz der jüngsten Zinsanhebung weiterhin unterhalb der Inflationsrate bewegt. Die daraus resultierende negative Realrendite begünstigt möglicherweise Fehlinvestitionen von Finanz- und Sachkapital, die mittel- bis langfristig zu Verwerfungen an den Märkten führen können. Die Hauspreisblasen und Immobilienkrisen der letzten Dekade geben hierfür anschauliche Beispiele. Außerdem gibt der Wachstumsimpuls durch die Trump'sche Steuerreform Rückenwind für die Notenbank. Zum aktuellen Zeitpunkt würden höhere Zinsen die Wirtschaft vergleichsweise wenig belasten. Darüber hinaus eröffnet die US-Dollar-Abwertung seit 2016 auch aus dem Blickwinkel der Wechselkursentwicklung Spielräume für steigende Geldmarktrenditen.

Mehrere gute Argumente sprechen für schneller steigende Leitzinsen....

Trotz der vorgenannten Argumente hat Fed-Chairman Powell gut Gründe, eine Geldpolitik der ruhigen Hand zu betreiben und den bislang eingeschlagenen Pfad mit moderaten Leitzinsanhebungen beizubehalten. Er befindet sich aktuell in einer schwierigen Situation. Zwar konnten manche Vorgänger des Notenbankchefs in den 1970er und 1980er Jahren von den vergleichsweise hervorragenden Rahmenbedingungen mit einer ausgesprochen niedrigen Arbeitslosenrate bei einer gleichzeitig moderaten Inflationsrate nur träumen. Das Problem ist auch weniger der Zustand, sondern mehr der Ausblick auf die kommenden zwei bis drei Jahre. Der Rückgang von Frühindikatoren wie den Einkaufsmanagerindizes deutet auf das Überschreiten des Wachstumszenits hin. Mittelfristig droht ein Abgleiten in konjunkturell schwieriges Fahrwasser. Wenn zu diesem Zeitpunkt außerdem die künstlichen und zeitlich befristeten Wachstumsimpulse durch die Steuerreform auslaufen, dann muss die Notenbank gegebenenfalls mit Leitzinssenkungen eingreifen. Da Veränderungen des Leitzinses in der Regel aber erst mit einer Zeitverzögerung von bis zu zwei Jahren in der Realwirtschaft wirksam werden, wäre es töricht, zum jetzigen Zeitpunkt mit starken Zinsanhebungen zusätzliche Belastungsfaktoren für die absehbar schwierige Phase in der Zukunft zu schaffen. Es geht momentan alleine darum, ein Zinsniveau aufzubauen, von dem aus die Notenbank in einer Krise wieder Absenkungen vornehmen kann. Vor diesem Hintergrund nimmt sie dann auch ein kurz- bis mittelfristiges Überschießen der Inflationsrate noch oben in Kauf. Ein weiteres Argument gegen eine Beschleunigung des Zinsanhebungspfades ist die Gefahr einer inversen Zinsstruktur, auf die im nächsten Kapitel einzugehen ist.

...und noch bessere Argumente dagegen.

Die US-Notenbank wird in den kommenden Quartalen den begonnenen Zinsanhebungspfad beibehalten und sich auch von zwischenzeitlich höheren Inflationsraten nicht zu einer Beschleunigung hinreißen lassen. Für den weiteren Jahresverlauf stehen deshalb unverändert zwei bis drei Erhöhungen der Federal Funds Target Rate um jeweils 25 Basispunkte an. Der Markt preist derzeit sowohl zwei wie auch drei Zinsschritte als nahezu gleich wahrscheinlich ein. Abgesehen hiervon wird eine Erhöhung auf der nächsten Sitzung des Offenmarktausschusses am 13. Juni als so gut wie sicher angesehen.

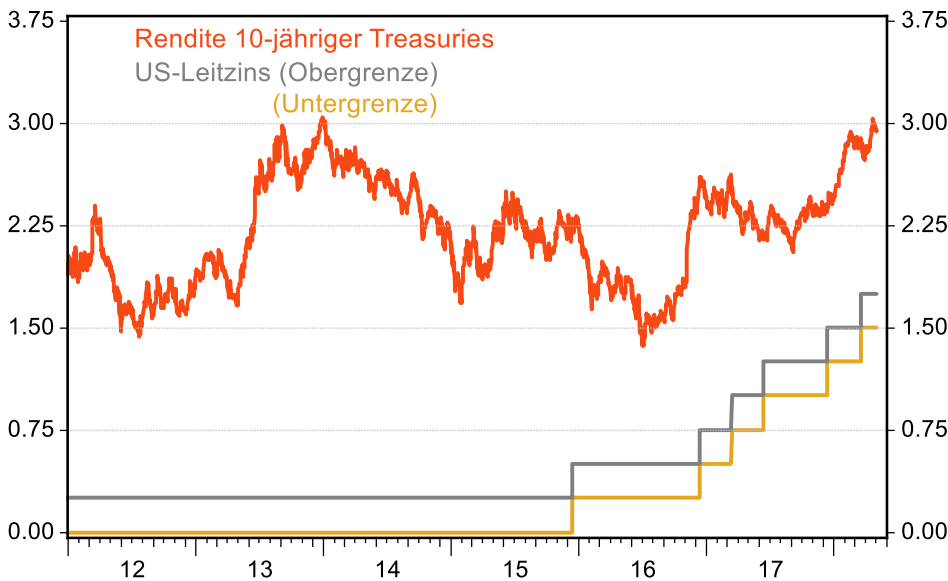
Rentenmarkt

Die Entwicklung der Rentenwerte spiegelte in den letzten zwei Monaten größtenteils die allgemeine Stimmungslage am Aktien- und Kapitalmarkt wider. Der Zollstreit zwischen den USA und China führte vor allem in der zweiten Märzhälfte zu rückläufigen Aktienkursen. Da Sicherheit in Form von Staatsanleihen gefragt war, sank die Rendite 10-jähriger Treasuries Anfang April bis auf rund 2,73 %. Die graduelle Entspannung in den folgenden Wochen, zu der auch der versöhnliche Kurs Nordkoreas im Atomkonflikt beitrug, gab dann den Aktienmärkten Auftrieb. Die Märkte schalteten wieder in den „Risk on-Modus“ und die Rendite von Staatspapieren mit 10-jähriger Restlaufzeit überschritt kurzfristig die Marke von 3,00 %. Zuletzt pendelte sie knapp unterhalb dieses Wertes.

Rendite 10-jähriger Treasuries knapp unter 3 %.

Im mittelfristigen Bild erscheint der Rückgang der Anleiherenditen um das Osterfest lediglich als temporäre Konsolidierung (siehe Chart). Insgesamt ist der Aufwärtstrend intakt. Seit Mitte Juli 2016 verdoppelte sich die Rendite der 10-jährigen Papiere. Dem Anstieg um rund 150 Basispunkte stehen Erhöhungen des Leitzinsbandes um 125 Basispunkte gegenüber.

USA: Leitzinsen und Rentenmarkt

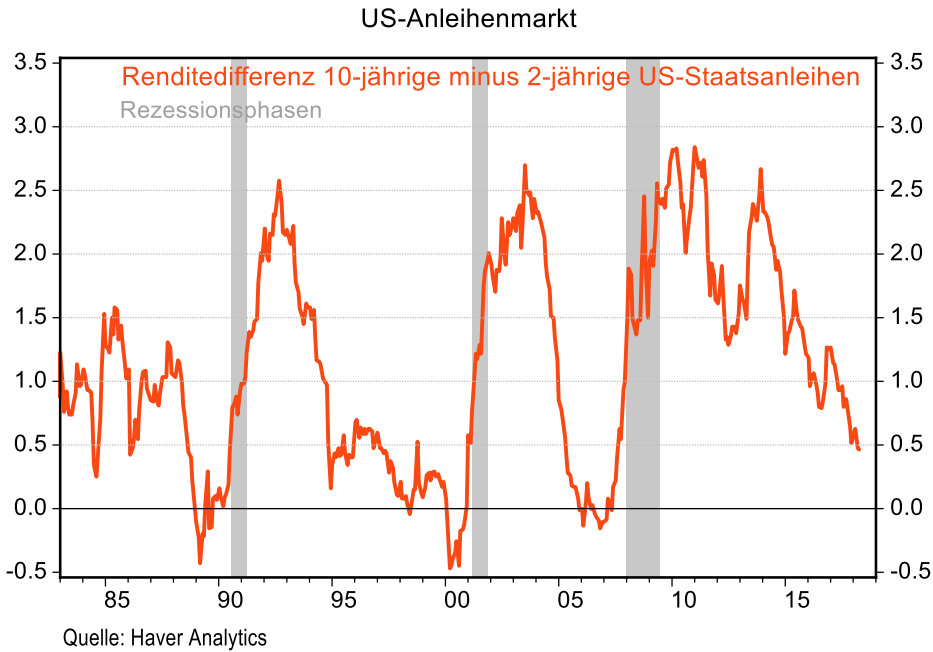


Quelle: U.S. Treasury, Federal Reserve Board/Haver Analytics

Noch deutlich stärker ausgeprägt war der Renditeanstieg im mittleren Bereich. Beispielsweise ergab sich für Staatspapiere mit 2-jähriger Restlaufzeit seit Mitte Juli 2016 ein Zuwachs um mehr als 180 Basispunkten. Ein wichtiger Grund hierfür ist, dass derzeit weitere Leitzinsanhebungen als sicher angenommen werden können und deshalb auch in den Rentenkursen eingepreist sind. Dagegen waren Mitte 2016 aufgrund des nur zögerlichen Vorgehens der damaligen Notenbankchefin Yellen und auch aufgrund von Sorgen um die chinesische Konjunktur weitere Zinsschritte keine ausgemachte Sache. Aber auch unabhängig von diesen konkreten Gründen schwanken die Renditen insbesondere im mittleren Laufzeitenbereich während eines Zinszyklus erfahrungsgemäß am stärksten.

Renditen mittlerer Laufzeiten stiegen überproportional an.

Diese Entwicklung wirkt sich auf die Zinsstruktur aus, die zuletzt immer flacher wurde. Durch den Anstieg der Renditen 2-jähriger Papiere auf aktuell 2,50 % beträgt der Abstand zu Treasuries mit 10-jähriger Restlaufzeit nur noch 45 Basispunkte. Dies ist der niedrigste Wert seit Sommer 2007 (siehe Chart).



An den Märkten hat sich die Daumenregel etabliert, wonach eine inverse Zinsstrukturkurve auf eine zukünftige Rezession hinweist. Exakt dieses Muster war zu Beginn der 1990er und der 2000er Jahre sowie 2007/08 zu beobachten. Das obige Schaubild verdeutlicht diesen Zusammenhang. Beispielhaft ist die Renditedifferenz zwischen 10-jährigen und 2-jährigen Staatsanleihen dargestellt, wobei auch ähnliche Laufzeiten herangezogen werden können, beispielsweise die Differenz von 7-jährigen und 2-jährigen Papieren. Eine Inversion der Zinsstruktur ist erreicht, wenn sich die Differenz im negativen Bereich bewegt. Die Rezessionsphasen sind als graue Balken dargestellt.

Inverse Zinsstruktur gilt als Warnsignal...

Die Erklärung für das beschriebene Muster ergibt sich aus dem Konjunkturzyklus und dem idealtypischen Verhalten einer Notenbank. In der Überhitzungsphase der Wirtschaft vor einem Abschwung trat in der Vergangenheit stets eine höhere Inflationsrate auf, welche die Zentralbank zu Zinserhöhungen veranlasste. Das geldpolitische Gegensteuern zur Abkühlung der Konjunktur führt zu steigenden Renditen kurzlaufender Staatspapiere und damit zu einer inversen Zinsstruktur. Nach einer gewissen Zeitspanne von ein bis zwei Jahren ereignet sich dann ein Abschwung entweder als unvermeidliches Ereignis im Konjunkturzyklus. Oder die Notenbank hat gegebenenfalls übersteuert und die Rezession durch ihr Verhalten selbst herbeigeführt. Dies kann beispielsweise allein schon durch das Platzen von Vermögenspreisblasen aufgrund höherer Zinsen der Fall sein.

Wie oben erwähnt, befindet sich die Renditedifferenz zwischen 10-jährigen und 2-jährigen Papieren noch 45 Basispunkte von der Nulllinie entfernt. Sollte der Abwärtstrend der letzten Jahre unvermindert fortbestehen, dann wäre ungefähr im Frühjahr 2019 eine flache Struktur erreicht. Und da selbst in der Vergangenheit ab diesem Zeitpunkt noch mehrere Quartale bis zum Beginn der Rezession vergin-

...doch aktuell ist der Markt noch ein Stück weit davon entfernt.

gen, ist es aktuell eindeutig zu früh, die Alarmglocken zu läuten. Nichtsdestotrotz stellt die Zinskurve ein vielbeachtetes Signal dar. Vor diesem Hintergrund hat Notenbankchef Powell kein Interesse daran, mit voreiligen Zinsanhebungen eine Rezession zu provozieren, und sei es nur als eine sich selbst erfüllende Prophezeiung. Immerhin bräuchte es nur zwei Leitzinsanhebungen von jeweils 25 Basispunkten, um die noch bestehende Zinsdifferenz einzuebnen. Das dünner werdende Eis ist somit ein wichtiger Grund aus Sicht der Geldpolitik, trotz zukünftig etwas höherer Inflationsraten den bisherigen moderaten Zinsanhebungspfad beizubehalten. Im positiven Fall steigt die Rendite langlaufender Anleihen aufgrund der höheren Inflationserwartung in den kommenden Monaten im gleichen Maße wie die Zinsen am Geldmarkt. Das Niveau der Zinsdifferenz bliebe damit unverändert.

Der Renditeanstieg langlaufender Staatsanleihen setzte sich nach einer kurzen Unterbrechung fort. Der Trend dürfte nicht zuletzt aufgrund der vermutlich ansteigenden Inflation anhalten. Die zunehmende Verflachung der Zinsstruktur bildet ein zusätzliches Argument für die Notenbank, den nur moderaten Zinserhöhungspfad beizubehalten.

Aktienmarkt

Im Berichtszeitraum der letzten zwei Monate gaben US-amerikanische Standardaktien leicht nach. Der traditionelle Dow Jones-Index verlor seit Anfang März rund 2,5 % und der S&P 500-Index verlor per Saldo 1,4 %. Die Technologiebörse NASDAQ verbuchte im gleichen Zeitraum lediglich eine rote Null. Sie erreichte zwar noch Mitte März ein neues Allzeithoch bei 7.637 Punkten. Aber der Handelsstreit mit China hinterließ seine Spuren im Chartbild mit einem Rückgang bis fast auf die Jahrestiefstände von Anfang Februar. Die Erholung der Kurse im April blieb verhalten und in den letzten Tagen testete sowohl der Dow Jones wie auch der S&P 500 die 200-Tage-Linie, die bislang als charttechnische Unterstützung hielt.

Verhaltene Kursentwicklung der Aktien.

USA: Aktienmarkt



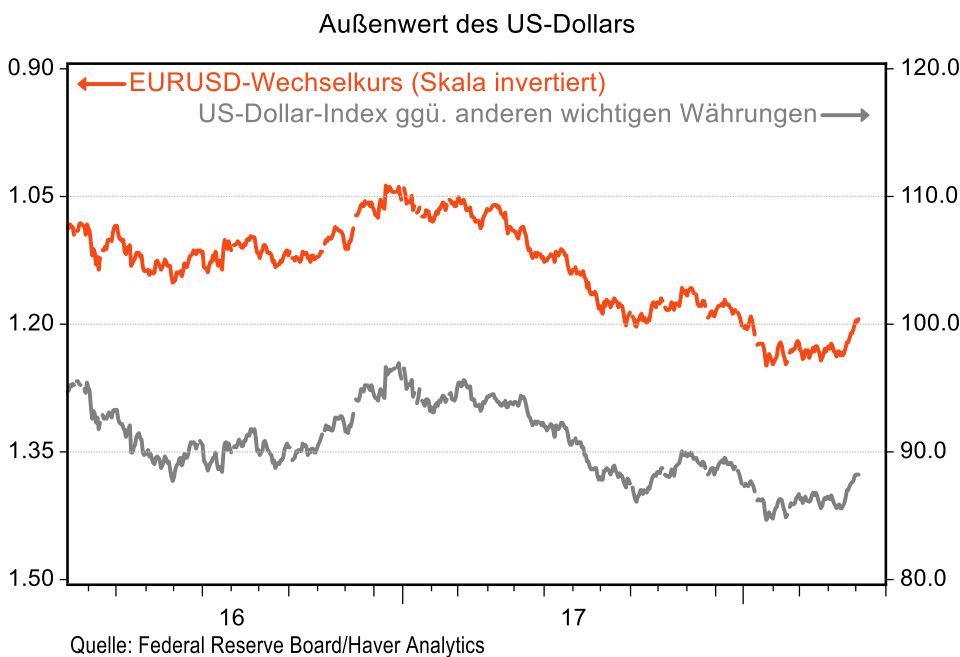
Quelle: New York Times/Haver Analytics

Die beschriebene Entwicklung der US-Börsen vollzog sich trotz einer im Großen und Ganz hervorragenden Berichtssaison. Reihenweise meldeten die Unternehmen für das 1. Quartal 2018 deutlich höhere Gewinne als von den Analysten erwartet wurde. Außerdem stützen Aktienrückkaufprogramme die Kurse. Die Firmen legen auf diese Weise ihre hohen Erlöse an. Außerdem erleichtert die Trump'sche Steuerreform die Repatriierung von im Ausland geparkten Geldern. Branchenberechnungen zufolge dürften sich die Rückkäufe im laufenden Jahr wieder im mittleren dreistelligen Milliardenbereich bewegen.

Hohe Aktienrückkaufprogramme stützen, ...

Dass die Kurse in der Summe dennoch nur auf der Stelle traten oder leicht nachgaben, dürfte unter anderem an der Aufwertung des US-Dollars in den letzten Wochen gelegen haben. Gegenüber anderen wichtigen Währungen legte der US-Dollar-Index seit Ende Februar um 3,5 % zu. Und Marktteilnehmer erhalten derzeit nur noch rund 1,19 US-Dollar für einen Euro, nachdem das Austauschverhältnis im Februar in der Spitze noch 1,25 US-Dollar je Euro betragen hatte (siehe Chart). Für amerikanische Exportunternehmen verschlechtern sich hierdurch die Gewinnchancen und der US-Dollar-Gegenwert der im Ausland generierten Gewinne nimmt ab.

... doch der stärkere US-Dollar belastet die Aktienkurse.



Dem kleinen Aktienmarktcrash im Februar folgte zwar eine technische Gegenbewegung und auch die Unsicherheit im Zuge des Handelsstreits mit China hat sich wieder verringert. Von einer dynamischen Aufwärtsbewegung wie im vergangenen Jahr sind die Kurse jedoch weit entfernt. Die Aktienindizes scheinen eher eine Verschnaufpause eingelegt zu haben. Außerdem macht sich zunehmend eine größere Sensibilität gegenüber der Zinsentwicklung und damit zusammenhängenden Konjunkturdaten wie der Entwicklung der Inflation und der Stundenlöhne bemerkbar. Das Überschreiten der 3%-Marke 10-jähriger Treasuries wurde jedenfalls mit rückläufigen Aktienkursen quittiert. Vor dem Hintergrund demnächst leicht anziehender Inflationsraten und fortgesetzter Leitzinsanhebungen dürfte die Aktienmarktvolatilität in den kommenden Monaten deshalb hoch bleiben.

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	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	2,5	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	1,8	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	1,25	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\$) ²				
	2014	2015	2016	2017	2018e	2014	2015	2016	2017	2018e	2014	2015	2016	2017	2018e
EWU	2,4	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	-3,7	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	110

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&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	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	3,0
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

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

	Q4 15	Q1 16	Q2 16	Q3 16	Q4 16	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	30.04.
CRB-Index	176,1	170,5	192,6	186,3	192,5	185,9	174,8	183,1	193,9	195,4	202,0
Ölpreis (Brent)*	37,3	39,6	49,7	49,1	56,8	52,8	47,9	57,5	66,9	70,27	75,2

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.