

# Kapitalmarktbericht USA

## Nr. 1: Molltöne dominieren die Märkte, Fed signalisiert Flexibilität.

**KONJUNKTUR UND GELDPOLITIK:** Schwächere Konjunkturindikatoren im Dezember verstärken Befürchtungen vor einem Abschwung. Zuvor hatten bereits die Aktienmärkte damit begonnen, eine Konjunkturabschwächung vorwegzunehmen. Die „harten“ Faktoren wie insbesondere der Arbeitsmarkt zeichnen jedoch unverändert das Bild einer sich sehr gut entwickelnden Volkswirtschaft. Die Notenbank hat im Dezember die vierte Leitzinserhöhung des vergangenen Jahres vorgenommen und signalisiert nun, flexibel auf die weitere Entwicklung reagieren zu wollen. Sie dürfte zukünftig keine weiteren Zinserhöhungen vornehmen, wenn sich die Konjunkturindikatoren verschlechtern oder die Kapitalmärkte nachhaltig Stress signalisieren.

**RENTENMARKT:** Die eingetrübte Konjunkturstimmung machte sich am Rentenmarkt mit Renditerückgängen bei mittleren und langen Laufzeiten bemerkbar. Die Zinsstrukturkurve hat sich deutlich abgeflacht und stellenweise ist eine Inversion zu beobachten. Die fundamentalen Argumente für höhere Renditen wie der Abbau der Notenbankbilanz und die steigende Staatsverschuldung haben sich untermessen nicht geändert.

**AKTIENMARKT:** Die rückläufige Tendenz in den vergangenen drei Monaten brachte eine deutliche Verbesserung der Bewertungsrelationen mit sich. Gemessen am aktuellen Kurs/Gewinn-Verhältnis sind die Wertpapiere im Vergleich zu den letzten Jahren sogar günstig. Sollte sich die Abschwächung der Konjunkturdynamik fortsetzen, dann dürften die Tiefstände allerdings getestet werden. Vorerst ist jedoch eine Erholung nicht unwahrscheinlich.

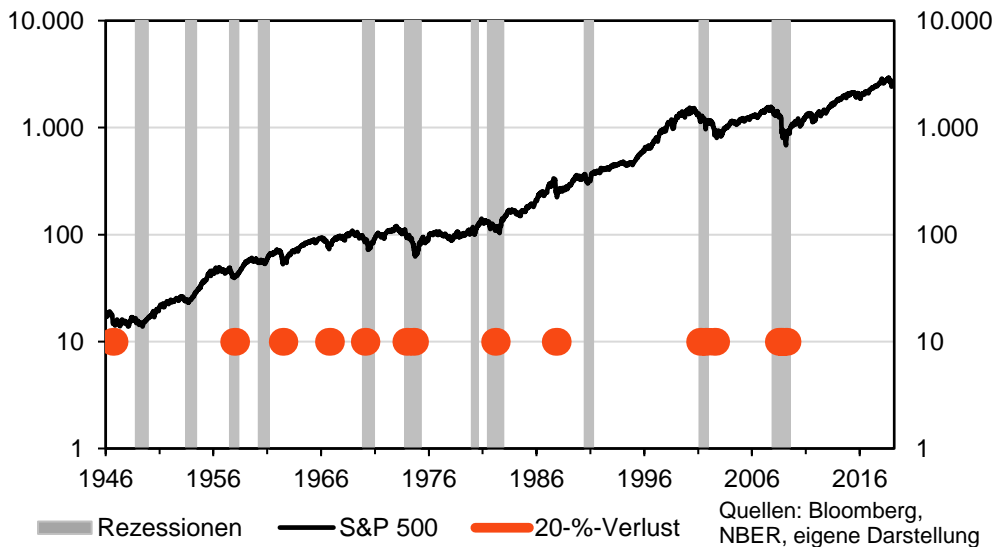
- Dr. Torsten Gruber
- Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

## Konjunktur und Geldpolitik

Die US-Wirtschaft befindet sich grundsätzlich und gemessen an allen „harten“ Faktoren weiterhin in einer sehr guten Verfassung. Der Konjunkturoptimismus ist in letzter Zeit jedoch spürbar geschwunden. Dies lässt sich an zwei Aspekten festmachen. Zum einen fielen ab Mitte Dezember verschiedene in die Zukunft gerichtete Konjunkturindikatoren schlechter aus. Hierauf ist gleich noch im Detail einzugehen. Zum anderen sinken die Aktienkurse trotz der jüngsten Erholungstendenz schon seit ungefähr drei Monaten. Beispielsweise verlor der S&P 500-Index von Anfang Oktober bis im Tief Ende Dezember annähernd 20 %. Ähnlich hohe prozentuale Verluste mussten auch die anderen großen US-Indizes verzeichnen. Zwar wurde ein Teil des Rückgangs zwischenzeitlich wieder aufgeholt, doch die Entwicklung gibt zu denken: In der Vergangenheit hatten sich die Aktienkurse schon sehr oft als guter Konjunkturindikator erwiesen. So waren seit Ende des Zweiten Weltkrieges Einbrüche des S&P 500-Index um 20 % häufig mit einer Rezession verbunden (siehe Grafik unten). Ein entsprechender Rückgang des Index ohne Wirtschaftsabschwung war dagegen zuletzt vor mehr als 30 Jahren, nämlich im Oktober 1987, zu beobachten. Die Wahrscheinlichkeit, dass die aktuelle Aktienmarktschwäche eine anstehende Rezession signalisiert, ist also beachtlich hoch.

*Der Optimismus ist verschwunden.*

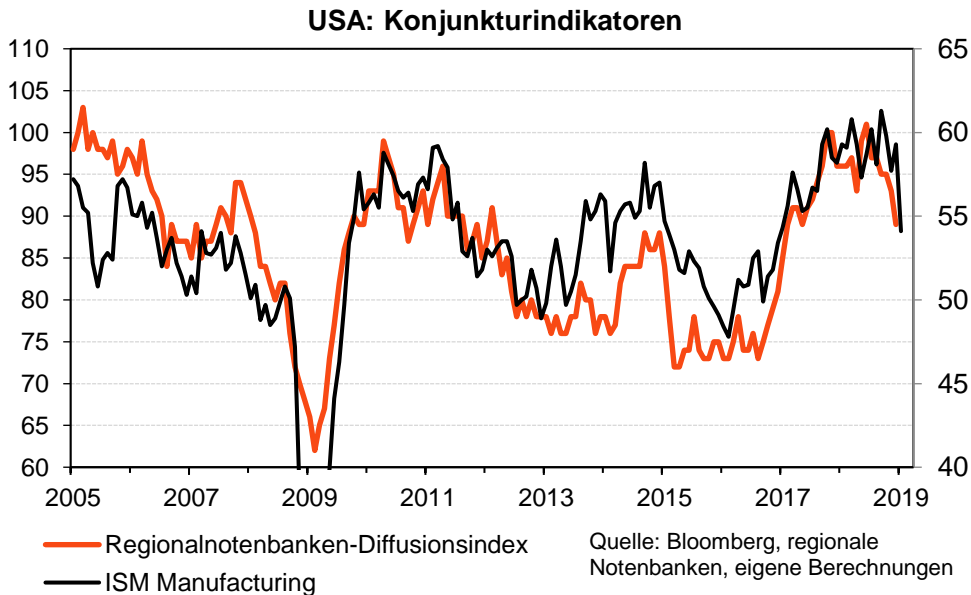
**S&P 500-Index und Rezessionsphasen seit 1946**



Wie bereits angemerkt, kamen zu der vorauslaufenden Entwicklung der Aktienmärkte in den letzten Wochen auch noch schwächere Indikatoren hinzu. Den Anfang machten die eher wenig beachteten und aufgrund ihrer hohen Volatilität nur eingeschränkt aussagekräftigen Konjunkturbarometer der regionalen Notenbanken. Sie werden in der Regel in der zweiten Monatshälfte veröffentlicht. Im Dezember fielen mit Ausnahme des Chicago Fed National Activity-Index fünf der sechs Indikatoren zum Teil deutlich schlechter aus. Zur Veranschaulichung dieser Entwicklung haben wir die sechs Einzelindikatoren zu einem einfachen Diffusionsindex zusammengesetzt, der lediglich die Richtungsentwicklung der Komponenten, aber nicht die Stärke des Ausschlages berücksichtigt, und der auf den Startwert Dezember 2004=100 normiert ist. Der

*Rückläufige Entwicklung der regionalen Konjunkturindikatoren.*

Rückgang von fünf der berücksichtigten Indizes bei nur einem steigenden Index führte dementsprechend im Dezember zu einem Einbruch um 4 Punkte (siehe Grafik nächste Seite).



Wie zur Bestätigung fielen dann auch die stark beachteten und die gesamten USA abdeckenden ISM-Einkaufsmanagerindizes für Dezember deutlich schwächer aus. Sie wurden Anfang Januar veröffentlicht. Der Index für das verarbeitende Gewerbe brach von 59,3 Punkten im November auf 54,1 Punkten regelrecht ein. Der Rückgang um 5,2 Punkte in einem Monat ist der größte seit der Lehman-Krise 2008. Der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungsbereich ging ebenfalls stärker als erwartet zurück, wenngleich sich der Ausschlag nach unten in diesem Sektor in engeren Grenzen hielt. Nach 60,7 Punkten im November wurden 57,6 Punkte im Dezember gemessen.

*Einkaufsmangerindizes stark eingebrochen.*

Nach Aussagen von Beobachtern ist der Stimmungsabschwung zumindest im verarbeitenden Gewerbe auf den Handelsstreit mit China zurückzuführen, der sich mittlerweile auf die Lieferketten auswirkt. Außerdem sei eine allgemeine Abkühlung zu bemerken, die allerdings auch als Normalisierung betrachtet werden kann. Mit Werten deutlich über 50 Punkten und damit über der sogenannten Expansionsschwelle befinden sich die Indizes immer noch auf einem sehr komfortablen Niveau. Wenn die kommenden Monate eine Stabilisierung zeigen, wofür die robuste Auftragsentwicklung spricht, dann handelt es sich lediglich um eine Abkehr von der Hochkonjunktur seit der Wahl von Donald Trump vor gut zwei Jahren.

*Positive Lesart: Normalisierung nach Hochkonjunktur.*

Die nachlaufenden „harten“ Fakten zeigen wie ebenfalls schon erwähnt bislang keine Rezessionsanzeichen. Die Arbeitslosenquote stieg zwar gemäß dem jüngsten Arbeitsmarktbericht für Dezember von 3,7 % auf 3,9 % an. Dies ist aber immer noch ein historisch niedriger Wert und der Anstieg geht vor allem auf eine Zunahme derjenigen bislang entmutigten Arbeitslosen zurück, die sich angesichts der guten Konjunktur wieder auf Jobsuche begeben. Die grundsätzlich positive Entwicklung wird durch den Stellenaufbau verdeutlicht, der im Dezember außerhalb der Landwirtschaft 312.000 Jobs umfasste. Im November wurden lediglich 176.000 neue Stellen gemessen und dieser Wert stellt bereits die jetzt

*Der Arbeitsmarkt entwickelt sich weiterhin hervorragend.*

gemeldete Revision nach oben dar, denn ursprünglich wurde ein Jobaufbau in Höhe von 155.000 Stellen gemeldet.

Das Bureau of Economic Analysis hat zwar kurz vor Weihnachten die Schätzung für das Wirtschaftswachstum im 3. Quartal von annualisiert 3,5 % auf 3,4 % nach unten revidiert. Diese minimale Anpassung ist jedoch wenig relevant. An den Märkten richten sich die Blicke ohnehin schon auf die Veröffentlichung der Vorabschätzung für das Bruttoinlandsprodukt im 4. Quartal 2018, die am 30. Januar ansteht. Möglicherweise zeigen sich in dieser Zahl bereits gewisse konjunkturelle Bremsspuren, weshalb es keine Überraschung wäre, wenn die annualisierte Rate für das 4. Quartal etwas unter 3,0 % läge. Auf die Rate für das Gesamtjahr hätte aber selbst ein deutlicherer Rückgang aufgrund des statistischen Überhangs aus den Vorquartalen kaum Einfluss. Selbst wenn sich für das Schlussquartal ein Wert von nur 2,1 % ergäbe, würden die USA 2018 voraussichtlich eine reale Wachstumsrate von 3,0 % erreichen und damit den höchsten Wert seit 2005.

**Die Konjunkturstimmung ist derzeit deutlich schlechter als die eigentliche Lage. Die jüngste Entwicklung der Indikatoren ist nichtsdestotrotz ein deutliches Anzeichen dafür, dass der Zenit des Aufschwungs bereits hinter uns liegt. Für 2019 rechnen wir mit einer leichten Verlangsamung der Wirtschaftsdynamik. Eine entscheidende Stellschraube, welche bestimmt, ob die Abkühlung weniger umfangreich oder stärker ausgeprägt verläuft, ist der Handelsstreit der USA mit China. Eine zügige Einigung wäre ein positives Signal für die gesamte Weltwirtschaft, denn die ausgelösten Friktionen belasten nicht nur allmählich die USA selbst, sondern in einem noch stärkerem Maße China und andere Länder in Südostasien. Bei einer unerwartet negativen konjunkturellen Entwicklung wäre es denkbar, dass US-Präsident Trump ein neues Maßnahmenpaket zur Stützung auflegt, beispielsweise in Form weiterer Steuersenkungen. Die Hürden hierfür sind aber seit den Zwischenwahlen im November gestiegen, denn nun wird das Repräsentantenhaus von der oppositionellen demokratischen Partei dominiert. Das Konfliktpotenzial wird nicht zuletzt durch den aktuellen Regierungs-Shutdown belegt.**

Der Offenmarktausschuss der US-Notenbank erhöhte auf seiner letzten Sitzung kurz vor Weihnachten erwartungsgemäß den Leitzins um 25 Basispunkte. Das Zielband für die Rendite am Geldmarkt liegt seitdem bei 2,25 % bis 2,50 %. Es handelte sich um die vierte Erhöhung im abgelaufenen Kalenderjahr, so dass sich das Leitzinsband 2018 in der Summe um 100 Basispunkte nach oben verschob.

Während der Zinsentscheid vom Dezember bereits unmissverständlich angekündigt war und somit keine Überraschung darstellte, sahen die Marktbeobachter mit Spannung der Stellungnahme von Chairman Jerome Powell entgegen. Erwartet wurde, dass er eine Änderung der wirtschaftlichen Rahmendaten konzidieren und dementsprechend eine Änderung der Geldpolitik ankündigen würde. Immerhin nährte der Rückgang der Aktienkurse und der Renditen sowie die fortgesetzte Abflachung der Zinsstrukturkurve bereits Anfang Dezember Ängste vor einem Konjunkturabschwung. Verstärkt wurde die Erwartungshaltung darüber hinaus durch Äußerungen verschiedener Mitglieder der Notenbank inklusive Powell selbst, wonach das neutrale Zinsniveau nun bald erreicht sei. Grundsätzlich steht es einer Notenbank zwar selbstverständlich zu, ihren Leitzins auch über dieses Niveau zu heben und restriktiv zu wirken, zumal

*Wachstumsrate für 4. Quartal dürfte etwas schwächer ausfallen.*

*US-Notenbank erhöhte abermals den Leitzins...*

*...und enttäuschte manche Marktteilnehmer.*

dies bei einer sehr guten konjunkturellen Entwicklung sogar notwendig ist. Der geldpolitische Trend in den Amtszeiten von Powells Vorgängern Alan Greenspan, Ben Bernanke und Janet Yellen war jedoch sehr stark von Defensivität geprägt. Der Vorstellung, mit hohen Zinsen die Wirtschaftsaktivitäten zu zügeln, wohnt deshalb heutzutage bereits der Beigeschmack des Ungehörigen und Deplatzierten an. Vor diesem Hintergrund liefen die Spekulationen bereits vor der Eintrübung der Stimmungsindikatoren auf eine Absage an weitere Zinserhöhungen hinaus oder zumindest auf die Ankündigung einer Pause im laufenden Erhöhungszyklus.

Powel überraschte die Märkte jedoch mit einem unveränderten geldpolitischen Kurs und einer Rhetorik, die auf zwei bis drei weitere Leitzinserhöhungen 2019 schließen ließ. Seine einführende Stellungnahme vor der Pressekonferenz gleicht fast wortwörtlich dem Statement von Ende September 2018. Abweichend hiervon findet sich lediglich die Bemerkung, dass sich die Unternehmensinvestitionen etwas abgekühlt hätten. Damit stellt sich die Frage, ob die Federal Reserve in den kommenden Monaten tatsächlich ihren Leitzins bis auf 3,00 % oder sogar darüber hinaus erhöhen wird.

*Powell stellte noch im Dezember weitere Zinsanhebungen in Aussicht,...*

Mehrere Aspekte und vor allem die jüngste Entwicklung bewegen uns zu der Einschätzung, wonach der eher offensive Grundton der jüngsten Notenbanksitzung nicht überbewertet werden sollte. Zunächst ist festzuhalten, dass Fed-Chef Powell bereits seit geraumer Zeit verbalen Angriffen von US-Präsident Donald Trump ausgesetzt ist. Der Regierungschef bezeichnete die Geldpolitik als „verrückt“ und schob Powell die Schuld für den volatilen Aktienmarkt und sogar für den vom Autokonzern General Motors angekündigten Stellenabbau in die Schuhe. In der Woche vor der Notenbanksitzung hatte Trump mehrfach von Leitzinserhöhungen abgeraten. Wahrscheinlich behielt Powell deshalb alleine schon aus Selbstbehauptungswillen und zur Demonstration der Unabhängigkeit der Notenbank am bisherigen Kurs fest. Dies brachte ihm zwar die zwischenzeitlich widerrufenen Gerüchte ein, wonach Trump ihn als Fed-Chef entlassen wolle. Doch für den Leiter einer Zentralbank ist die eigene Glaubwürdigkeit äußerst wichtig, so dass sich Powell gezwungen gesehen haben dürfte, den Verdacht jeglicher Abhängigkeit vom Weißen Haus schon im Keim zu ersticken.

*...doch er musste sich gegen Angriffe von Trump wehren...*

Zweitens waren auf der Pressekonferenz nach der jüngsten geldpolitischen Sitzung durchaus Tendenzen für eine zukünftig weniger restriktiv ausgerichtete Geldpolitik erkennbar. Gemäß Powell wurde eine gewisse wirtschaftliche Abschwächung seit dem vorletzten Treffen im September erkannt. Die Zentralbank werde die Volkswirtschaft sorgfältig beobachten und verhindern, dass die anhaltende Expansion nicht aus der Bahn gerate.

*...und signalisierte zuletzt Flexibilität.*

Noch deutlicher wurde der Notenbankchef auf einer Podiumsdiskussion mit seinen Amtsvorgängern Ben Bernanke und Janet Yellen in der ersten Januarwoche. Powell sagte, sein Institut wäre geldpolitisch nicht auf einen Weg festgelegt. Die Notenbank sei stets darauf vorbereitet, ihre geldpolitische Haltung bei Bedarf auch „erheblich“ anzupassen. Diese Äußerungen können durchaus als Reaktion auf die heftigen Marktturbulenzen um Weihnachten verstanden werden.

Daneben zeigte bereits die Veröffentlichung der neuen Projektionen vor Weihnachten und hier insbesondere der sogenannte Dot Plot-Chart zur Zinsentwicklung eine Stimmungsverschiebung im Offenmarktausschuss. Im

Durchschnitt halten dessen Mitglieder für Ende 2019 nun einen Leitzins von 2,85 % für angemessen, was einen Rückgang um 17 Basispunkte gegenüber der letzten Veröffentlichung von September entspricht. Die aktuelle Einschätzung würde somit noch mit zwei Zinserhöhungen korrespondieren. Der Schätzwert für Ende 2020 liegt zwar weiterhin höher als derjenige für 2019, so dass man zu diesem Zeitpunkt offenbar unverändert von einem sich bis in das nächste Jahr fortsetzenden Erhöhungszyklus ausging. Aber auch hier ist ein Rückgang der abgegebenen Einschätzung von durchschnittlich 3,28 % bei der letzten Erhebung auf aktuell 3,07 % zu beobachten. Nahezu unverändert blieb dagegen der resultierende Schätzwert für das langfristig angemessene Niveau, für das sich ein Durchschnittswert von 2,84 % nach 2,88 % ergibt.

*Offenmarktausschuss senkt eigene Zinsprojektion.*

**Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die US-Notenbank auf ihrer letzten Sitzung im Dezember zwar noch nicht die von manchen Marktteilnehmern erwartete offene Ankündigung einer weniger restriktiven Geldpolitik beziehungsweise einer Zinserhöhungspause vornahm. Doch die Währungshüter haben diese Türe zumindest ein kleines Stückchen geöffnet und ihren Fuß in den Spalt gestellt. Nach den Marktturbulenzen hat Chairman Powell mit seinen jüngsten Äußerungen die Türe sogar noch weiter aufgestoßen. Es ist zu erwarten, dass die Fed in den kommenden Monaten noch sehr viel stärker als sonst diverse Konjunkturindikatoren zu Rate ziehen wird. Fallen diese nachhaltig schwächer aus, dann könnte sogar schon im März eine Zinserhöhungspause beginnen. Ein solcher Schritt wird aber kaum als Überraschung durchgeführt werden. Wenn die Notenbank zu dem Schluss kommen sollte, dass weitere Leitzinserhöhungen unangemessen sind, dann wird sie die Kapitalmarktteilnehmer allmählich hierauf vorbereiten. Denkbar sind Pressegespräche einzelner Mitglieder des Offenmarktausschusses inklusive Powell mit einer entsprechenden mehr oder minder verklausulierten Ankündigung. Sollte sich die konjunkturelle Dynamik im Jahresverlauf weiter verschlechtern, dann könnte diese Pause nachträglich das Ende des geldpolitischen Zyklus markieren. Aus Investorensicht ist hervorzuheben, dass Powell mit seinem Auftritt in der vergangenen Woche offenbar vor allem auf die Aktienmarktschwäche reagierte. Hieraus kann abgeleitet werden, dass neben den offiziellen Verlautbarungen auch die Kapitalmärkte ein Entscheidungsfaktor darstellen, weshalb sich manche Beobachter bereits an den „Greenspan“-Put erinnern fühlen. Gemeint war damit die Neigung des damaligen Fed-Chefs, Kurskapriolen mit einer lockeren Geldpolitik auszubügeln. Zum aktuellen Zeitpunkt ist es aber noch zu früh, um sicher von einer geldpolitischen Wende auszugehen. Eingedenk der immer noch robusten Konjunkturdaten schließen wir für das laufende Jahr ein bis zwei weitere Leitzinserhöhungen um 0,25 % nicht aus.**

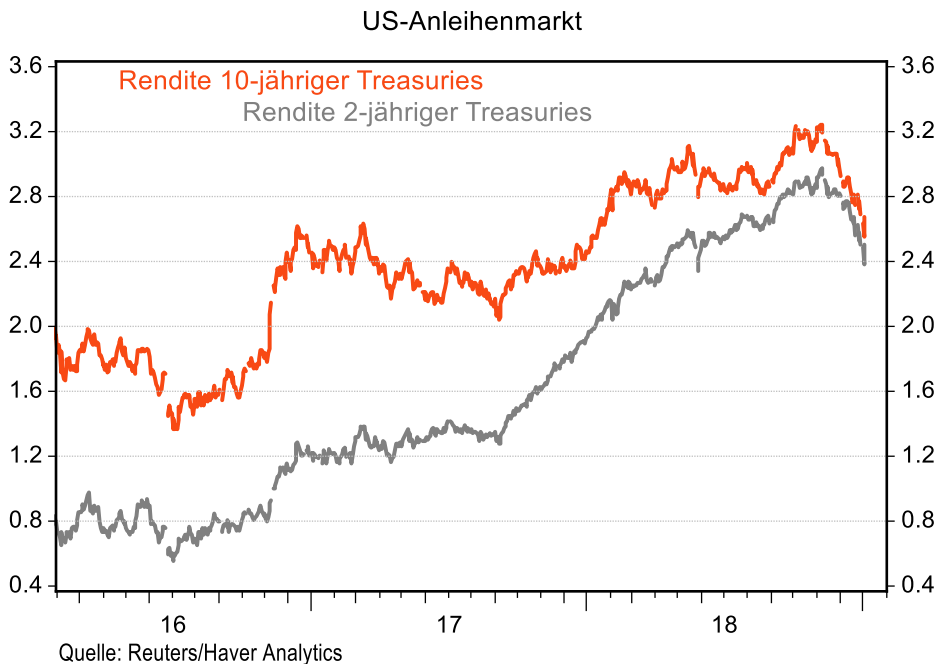
## Rentenmarkt

Der Berichtszeitraum war durch ein deutliches Absinken der Renditen am US-Bondmarkt geprägt. Entgegen der weit verbreiteten Annahme eines zukünftig stabilen bis leicht steigenden Renditeniveaus war das Gegenteil zu beobachten. Die 10-jährigen Treasuries, die im Oktober und Anfang November noch um die Marke von 3,20 % handelten, fielen im Tief Anfang Januar bis unter 2,55 % zu-

*Treasury-Renditen im Sinkflug.*



rück. Zuletzt fand eine leichte Gegenbewegung statt, welche die Rendite wieder auf 2,65 % hievte.



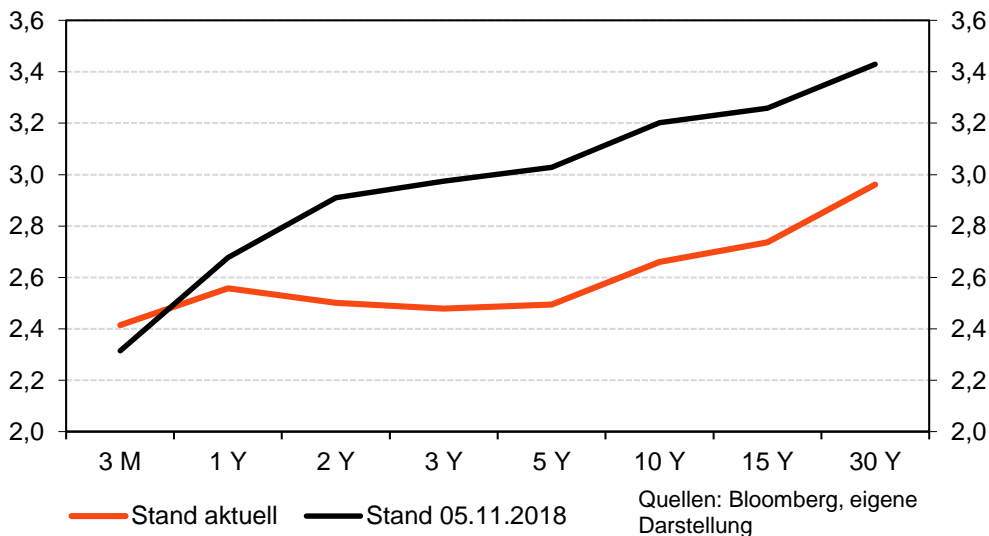
Der Renditerückgang betraf alle mittleren und langen Restlaufzeiten. Der Druck nach unten war idealtypisch im Spektrum 7 Jahre bis 10 Jahre am größten. Dem Minus im zehnjährigen Bereich von 55 Basispunkten von Anfang November bis heute steht ein kleinerer Rückgang von gut 43 Basispunkten bei 2-jährigen Treasuries und von 47 Basispunkten bei Anleihen mit 30-jähriger Restlaufzeit gegenüber. Kaum Veränderung ergab sich im Bereich der 1-jährigen Papiere, und am kurzen Ende stiegen die Renditen im Einklang mit der erwarteten und vollzogenen Leitzinserhöhung sogar etwas an. In der Summe war also eine weitere Abflachung der Zinsstrukturkurve zu beobachten. Der vielbeachtete Renditeabstand zwischen 7-jährigen und 2-jährigen Papieren ging von 20 Basispunkten Anfang November auf aktuell 5 Basispunkte zurück. Im Bereich von 12 Monaten bis 7 Jahre besteht derzeit sogar ein kleiner Inversionshügel (siehe Grafik nächste Seite).

Die meisten Argumente für einen Anstieg der Renditen im mittleren und längeren Laufzeitenbereich haben dennoch nichts von ihrer Aktualität eingebüßt. Die Trump'sche Steuerreform wird auch 2019 zu Mindereinnahmen und einer steigenden Staatsverschuldung führen. Sollte der US-Präsident darüber hinaus ein neues Ausgabenprogramm zur Konjunkturstimulierung aufsetzen, dann werden sich die Wirkungen auf den Staatshaushalt noch deutlicher als schon bislang zeigen. Zunächst ist außerdem mit einer Fortsetzung des Abbaus der Notenbankbilanz zu rechnen, also mit einem Verkauf von Staatspapieren durch die Fed. Dies sollte unter sonst gleichen Umständen renditesteigernd wirken. Ein Stopp dieses Abbaus wäre als geldpolitische Maßnahme nur im Fall einer sich drastisch verschlechternden Konjunktur denkbar. Hiervon sind wir aber aktuell noch weit entfernt. Drittens zeigt insbesondere der jüngste Arbeitsmarktbericht vom Dezember, dass über den Anstieg der Stundenlöhne (zuletzt 3,2 %), ein gewisser Inflationsdruck weiterhin besteht. Ein Wiederaufleben der Teuerung in den kommenden Monaten würde den Renditen ebenfalls Auftrieb geben.

*Inverse Zinsstruktur teilweise schon vorhanden.*

*Der Markt ignoriert diejenigen Fakten, die für höhere Renditen sprechen.*

### Zinsstrukturkurve US-Treasuries



Ein weiterer Rückgang der Staatsanleiherenditen wäre allerdings möglich, wenn die kommenden Monate einen deutlichen Konjunkturunbruch bringen und – in Umkehrung der bisherigen Verhältnisse – Diskussionen über Zinsabsenkungen der Notenbank beginnen. Auf dem aktuellen Niveau von etwas mehr als 2,60 % für 10-jährige Papiere befinden sich die Renditen nämlich schon nahe am derzeit gültigen Leitzinsband von 2,25 % bis 2,50 %. Anders ausgedrückt lässt sich sagen, dass der Rentenmarkt mit der Bewegung in den letzten zwei Monaten bereits zu einem großen Teil das Ende weiterer Leitzinserhöhungen eingepreist hat.

*Rentenmarkt nimmt Ende der Zinserhöhungen vorweg.*

**Der Renditeeinbruch seit Anfang November zeugt von dem zuletzt dominierenden Pessimismus. Er lief den sich etwas verschlechternden aber immer noch guten Konjunkturindikatoren zeitlich voraus und der Umfang der Bewegung erscheint vor dem Hintergrund der grundsätzlich guten Fundamentaldaten übertrieben stark. Vor diesem Hintergrund würde eine Gegenbewegung mit steigenden Renditen in den kommenden Monaten nicht überraschen. Hierfür spricht auch, dass jene Faktoren, die höhere Renditen erwarteten lassen, weiterhin bestehen und an den Märkten nur ausgeblendet wurden. Allerdings dürfen Stimmungsaspekte nicht vernachlässigt werden. Sollten sich die Renditen weiter abschwächen und hieraus eine Inversion der Zinsstruktur im Laufzeitenbereich bis 10 Jahre erfolgen, dann würde alleine die hieraus befeuerte Angst vor einer Rezession zu vermehrten Treasuries-Käufen führen und somit die Renditen zusätzlich unter Druck bringen.**

## Aktienmarkt

Der im Oktober begonnene Rückgang der Aktienkurse setzte sich in den letzten beiden Monaten fast ungemindert fort. Der November brachte zwar zwischenzeitliche Erholungstendenzen, doch vor allem im Dezember bewegten sich die Märkte in den USA kräftig nach unten. Die großen Indizes erreichten dabei im verkürzten Handel am 24. Dezember ihre niedrigsten Schlusskurse des Jahres. Am 2. Weih-

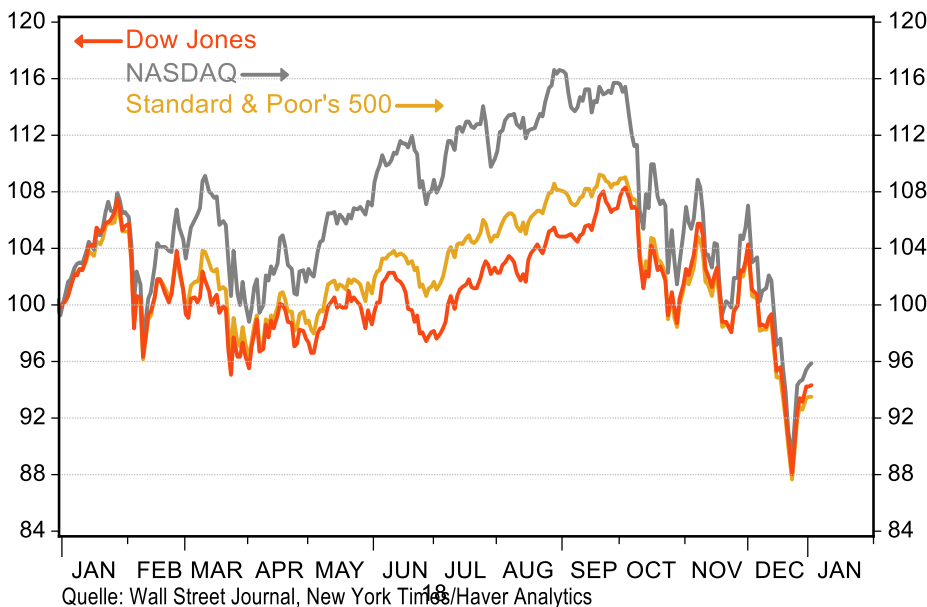
*Deutliche Einbrüche der Aktienkurse.*



nachtsfeiertag, als die Märkte in Europa ebenso geschlossen blieben, wurden zumindest innerhalb der Börsensitzung nochmals tiefere Stände erreicht. Doch seither ergab sich eine Art technische Gegenbewegung, die auch von der Hoffnung auf das Ausbleiben weiterer Zinserhöhungen getrieben wurde. Gemessen an den Indexständen von Anfang Oktober, die nur knapp unterhalb der Jahreshöchststände 2018 von Ende August beziehungsweise September liegen, resultieren bedrückende Verluste. Der Dow Jones gab bis heute um 12 % nach, doch greift man den tiefsten Stand von Weihnachten heraus, dann beträgt der Verlust 19 %. Für den S&P 500 lässt sich unter Berücksichtigung von Schlusskursen ein Rückgang am tiefsten Stand von knapp 20 % ermitteln und bei Betrachtung der Intraday-Hochs und -Tiefs sogar von etwas mehr als 20 %. Zumindest vorübergehend befand sich der Index damit in einem „Bärenmarkt“ oder je nach Sichtweise knapp davor. Das Minus des Technologieindex NASDAQ Composite beträgt gemessen vom Hoch Anfang Oktober bis zum Tief um Weihnachten gut 23 %, gemessen am aktuellen Stand immerhin noch 16 %.

*Kriterien für „Bärenmarkt“ von NASDAQ bereits erfüllt.*

USA: Aktienmarkt (Indexiert 1.1.2018=100)

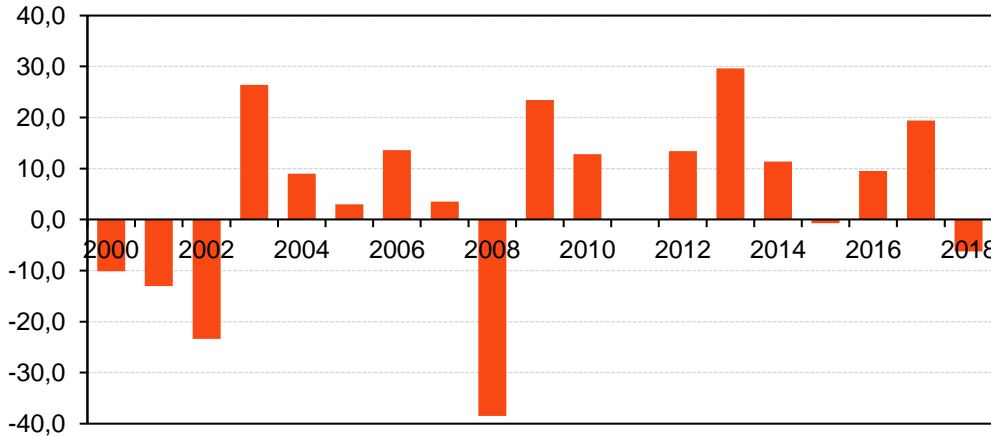


Gründe für den Ausverkauf im Schlussquartal lassen sich mehrere anführen. Zum einen lasteten die weiterhin ungelösten Probleme aus der politischen Sphäre auf den Kursen, darunter in erster Linie der Handelsstreit mit China. Daneben wurden schwache Konjunkturdaten stark beachtet und gut ausgefallene Indikatoren weniger deutlich. Die asymmetrische Aufmerksamkeit ist offensichtlich ein Ausdruck der Einschätzung vieler Marktteilnehmer, dass die Wahrscheinlichkeit für einen Konjunkturabschwung zugenommen hat. Hierbei machten sich auch gegenseitige Ansteckungseffekte vom Rentenmarkt und der sinkende Rohölpreis bemerkbar. Nicht zuletzt spielte am Jahresende vermutlich das sogenannte „Windows Dressing“ eine Rolle: In guten Börsenjahren kaufen manche institutionelle Investoren kurz vor dem Bilanzstichtag noch schnell ein paar Aktien, um ihr Portfolio aufzuhübschen. Das Ergebnis ist in diesen Fällen eine Jahresendrallye, die durch trendbasierte Anleger noch verstärkt wird. Im nun zu Ende gegangenen Jahr vollzog sich dieser Prozess jedoch unter umgekehrten Vorzeichen.

*Konjunktursorgen und Windows-Dressing drückten die Aktien.*

Das Gesamtjahr 2018 wurde hierdurch mit spürbaren Verlusten abgeschlossen. Der Dow Jones gab per Saldo um 5,6 % nach, der NASDAQ Composite um immerhin 3,9 % und der S&P 500 um 6,2 %. Mit Blick auf den letztgenannten Index handelte es sich somit um das erste größere Verlustjahr seit der Krise 2008 und allgemein um die fünftschwächste Periode seit Beginn des Jahrhunderts.

**Gewinn bzw. Verlust des S&P 500 in %**

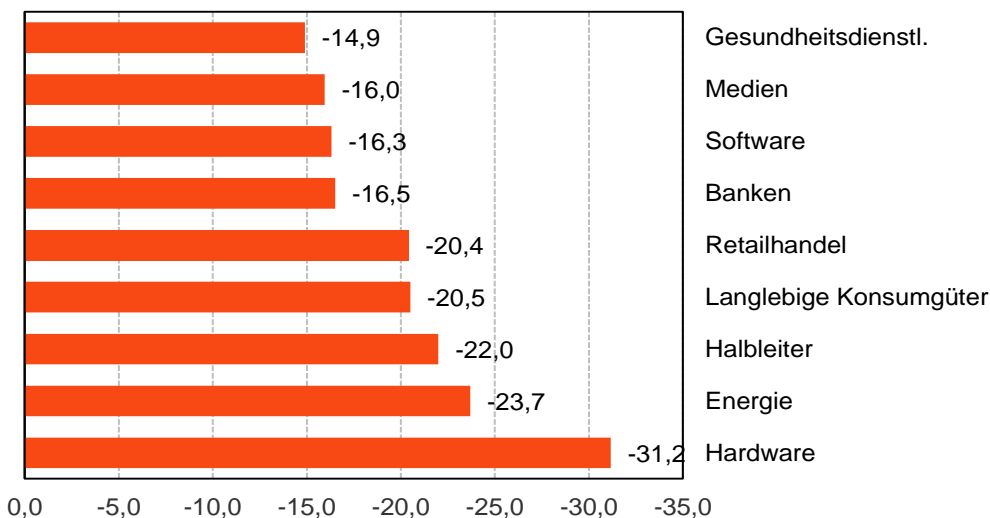


Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Wie so oft fielen die Kursbewegungen auch 2018 in den verschiedenen Branchen unterschiedlich aus. So gehörten letztes Jahr in der Summe vor allem die Bereiche Automotive (-29,0 %), Energie (-20,5 %), Banken (-18,4 %) und Lebensmittel (-17,8 %) zu den großen Verlierern. Im 4. Quartal wurde dieses Bild von weiteren Branchen aus dem Technologiebereich ergänzt, die bis dahin noch zu den Gewinnern gehörten. So gaben Hardwareproduzenten seit Anfang Oktober um mehr als 30 % ab, Halbleiterhersteller um 22 % und die Sektoren Software und Medien um rund 16 %.

*Technologiewerte wurden zuletzt abgestraft.*

**Branchen mit den größten Verlusten im S&P 500 seit Oktober in %**

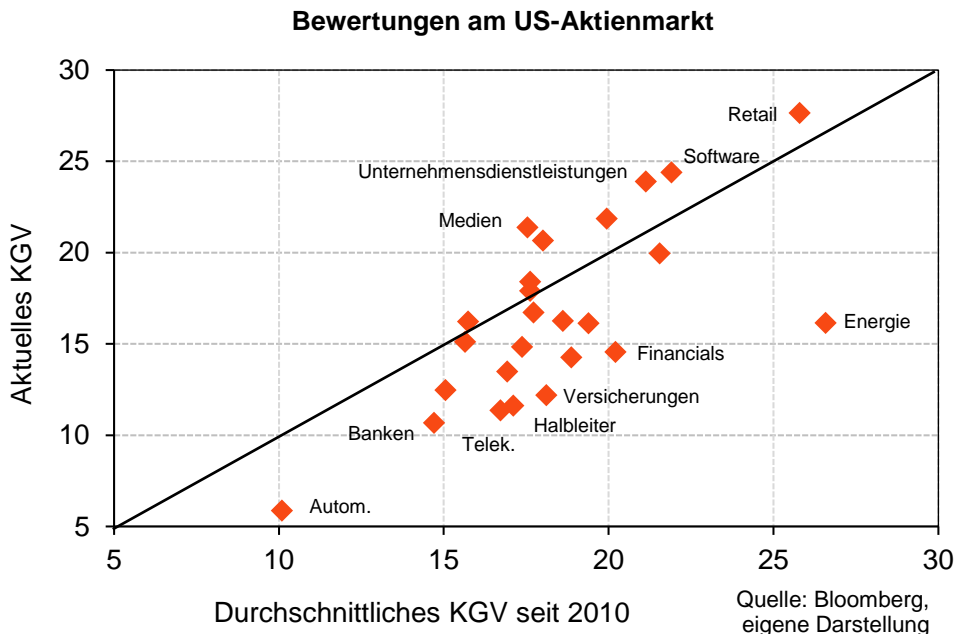


Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Nach den Kursrückgängen der vergangenen drei Monate sind US-Standardaktien aktuell per se nicht mehr überbewertet. Der S&P 500-Index kommt derzeit auf ein

*Aktien sind optisch wieder günstig.*

Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) von 16,7. Der langjährige Durchschnitt liegt bei etwa 17,6. Die Halbleiterbranche, die zuletzt starke Verluste erleiden musste, weist mit einem aktuellen KGV von 11,6 sogar einen deutlichen niedrigeren Wert im Vergleich zum Durchschnitt seit 2010 von 17,1 aus. Ähnlich verhält es sich mit den Branchen Banken, Versicherungen und Financials. Extrem niedrig bewertet ist die schwächelnde Automobilbranche (siehe Grafik).



Zu den aktuell hoch bewerteten Branchen in Relation zur eigenen Historie gehören die Sektoren Medien, Software, Unternehmensdienstleistungen und der Einzelhandel. Der letztgenannte Wirtschaftszweig ist vor allem deshalb so ambitioniert bewertet, da er weniger von den klassischen Filialketten beherrscht wird, sondern mehr von den großen Internethandelskonzernen. Extrem teuer gemessen an den erwarteten Gewinnen ist zudem die Immobilienbranche, die mit einem aktuellen und auch durchschnittlichen KGV von rund 41 außerhalb der grafischen Darstellung liegt.

**Der Rückgang der Aktienkurse in den USA innerhalb der letzten drei Monate vollzog sich anfänglich unabhängig von „harten“ Konjunkturdaten, welche zunächst noch ausgesprochen gut ausfielen. Umgekehrt fällt die aktuelle Gegenbewegung der Kurse nach oben in eine Zeit mit bereits deutlich schwächeren Indikatoren. Unabhängig hiervon brachte der Kursrückgang jedenfalls eine deutliche Verbesserung der Bewertungsrelationen mit sich. Gemessen an den Gewinnschätzungen und damit am KGV wurde die Überbewertung im Gesamtindex und auch bei einigen Branchen abgebaut. Aktien erscheinen zumindest teilweise wieder günstig. Es ist gut möglich, dass sich die Kurserholung aufgrund gut ausgefallener Geschäftszahlen für 2018 sowie des Ausbleibens von weiteren Leitzinserhöhungen in den kommenden Monaten fortsetzt. Sollten die Konjunkturindikatoren aber später wieder ihren zuletzt anvisierten Weg fortsetzen und sich eine Abkühlung tatsächlich materialisieren, dann könnten die Tiefstände vom Dezember im Jahresverlauf einem Test unterzogen werden.**

## Prognoseübersicht

### G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) <sup>1</sup>					Arbeitslosenquote (%) <sup>1</sup>				
	2015	2016	2017	2018e	2019e	2015	2016	2017	2018e	2019e	2015	2016	2017	2018e	2019e
EWU	2,0	1,9	2,5	1,9	1,6	0,0	0,2	1,5	1,7	1,7	10,9	10,0	9,1	8,2	7,9
- Deutschland	1,5	2,2	2,5	1,5	1,3	0,4	0,5	1,7	1,9	1,8	6,4	6,1	5,7	5,2	4,9
UK	2,3	1,8	1,8	1,3	1,1	0,0	0,6	2,7	2,5	2,25	5,4	4,9	4,4	4,1	4,0
USA	2,9	1,6	2,2	2,9	2,5	0,1	1,3	2,1	2,5	2,5	5,3	4,9	4,4	3,9	3,5
Japan	1,4	1,0	1,7	1,0	1,25	0,8	-0,1	0,5	1,1	1,2	3,4	3,1	2,8	2,4	2,3

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) <sup>2</sup>				
	2015	2016	2017	2018e	2019e	2015	2016	2017	2018e	2019e	2015	2016	2017	2018	2019e
EWU	3,2	3,6	3,5	3,0	2,9	-2,0	-1,5	-0,9	-0,6	-0,6	1,09	1,06	1,20	1,15	1,23
- Deutschland	8,9	8,5	7,9	8,1	7,9	0,8	0,9	1,0	1,5	1,5	-	-	-	-	-
UK	-4,9	-5,2	-3,8	-3,5	-3,2	-4,2	-2,9	-1,8	-2,0	-1,7	1,47	1,23	1,35	1,28	1,36
USA	-2,2	-2,3	-2,3	-2,5	-3,0	-3,2	-3,9	-3,8	-4,7	-5,0	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Japan	3,1	3,9	4,0	3,6	3,8	-3,8	-3,7	-4,3	-3,7	-2,8	120	117	113	110	115

<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)				
	2015	2016	2017	2018	2019e	2015	2016	2017	2018	2019e
EWU	0,05	0	0	0	0,0	0,6	0,2	0,4	0,24	0,70
UK	0,5	0,25	0,5	0,75	1,0	2	1,2	1,2	1,28	1,70
USA	0,25-0,5	0,5-0,75	1,25-1,5	2,25-2,5	2,75-3	2,3	2,4	2,4	2,68	3,50
Japan	0-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	0	0	0,03	0,20

Angaben jeweils zum Jahresende

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

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

### Rohstoffe

	Q3 16	Q4 16	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	Q2 18	Q3 18	Q4 18	09.01
CRB-Index	186,3	192,5	185,9	174,8	183,1	193,9	195,4	200,4	195,2	169,8	175,6
Ölpreis (Brent)*	49,1	56,8	52,8	47,9	57,5	66,9	70,27	79,4	82,7	53,8	58,2

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.