

Oktober 2014



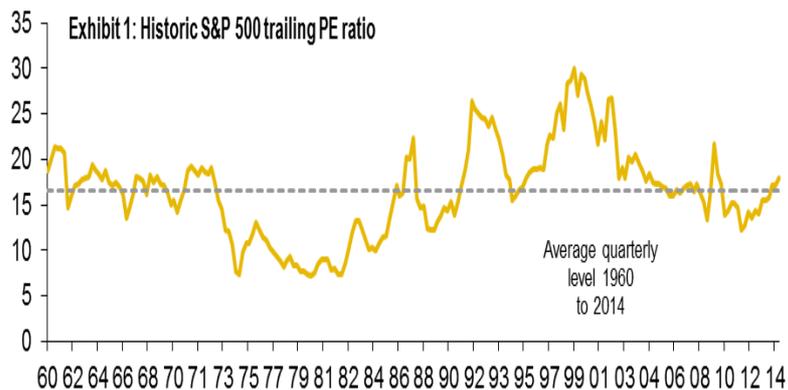
Richard Adams
Client Portfolio Manager

US-Aktien – steht das Beste noch bevor?

Der S&P 500 Index hat gerade erst die 2000-Punkte-Marke geknackt und mancher Anleger fragt sich nun, ob dieser Meilenstein das Ende der Rallye signalisieren könnte, die 2009 mitten in der globalen Finanzkrise begonnen hat. Um diese Frage eingehender beantworten zu können, lohnt sich unserer Ansicht nach ein Blick auf einige Komponenten der Rendite, wie etwa die Bewertung, die Fundamentaldaten und, wenn es um Anleger außerhalb der USA geht, auch den Dollar. Außerdem betrachten wir uns einige der längerfristigen Einflüsse und deren Auswirkungen für Anleger.

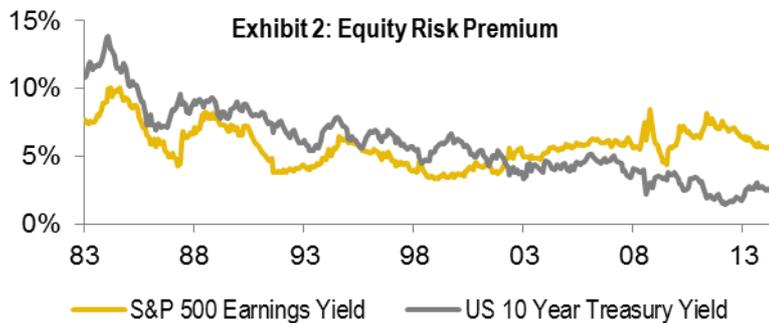
Bewertung

Wir sind der Meinung, dass sich viele Marktkommentatoren bei der Einschätzung des Stands des S&P 500 zu sehr auf die Kursentwicklung und nicht genug auf das Bewertungsniveau konzentriert haben, das am besten aus verschiedenen Perspektiven beurteilt werden sollte. Dazu gehören unter anderem historische Vergleiche sowie Vergleiche mit Anleihen, der Inflation und anderen Regionen.



Quelle: Bloomberg, September 2014.

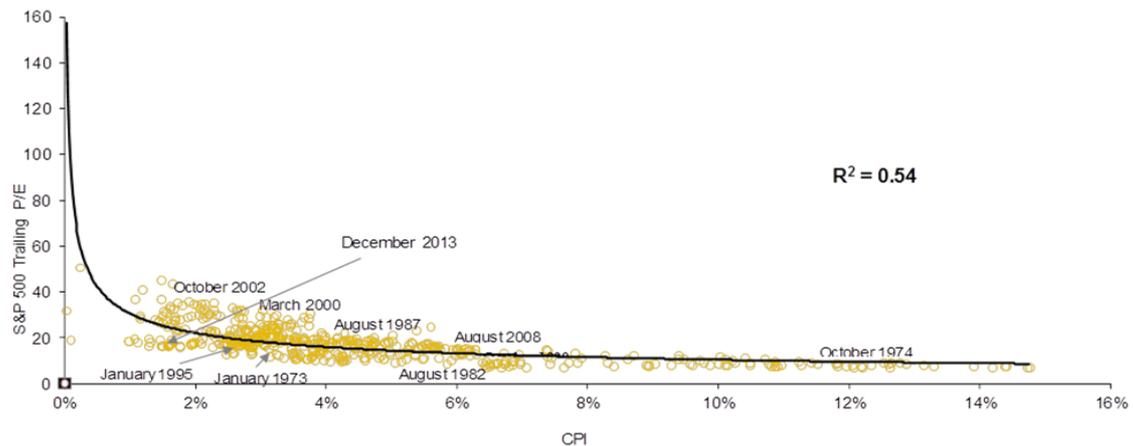
Ein historischer Vergleich der Marktbewertungen zeigt, dass sich der Markt nahe seinem Durchschnitt seit 1960 bewegt (Abb. 1). Die Erklärung dafür ist einfach: Die Kurse mögen deutlich gestiegen sein, aber die Unternehmensgewinne haben ebenfalls kräftig zugelegt. Wir ziehen diese Kennzahl überdies dem häufig zitierten zyklisch bereinigten Kurs-Gewinn-Verhältnis, auch CAPE (Cyclically Adjusted Price Earnings Ratio) genannt, vor. Beim CAPE steht im Nenner ein Durchschnitt der Gewinne der vergangenen zehn Jahre, wodurch er jedoch unserer Ansicht nach hauptsächlich die Tatsache widerspiegelt, dass wir 2009 eine schwere Krise erlebt haben, aber nichts über die Zukunft aussagt.



Quelle: Bloomberg, September 2014.

Für Anleger, die Anlageklassen gegeneinander abwägen müssen, ist der US-Aktienmarkt gemessen an der Risikoprämie für Aktien unseres Erachtens im Vergleich zu Anleihen unglaublich preiswert (Abb. 2). Wenn dieses Verhältnis so bestehen bleibt, könnte Aktien auch weiterhin noch eine deutliche Outperformance gegenüber Anleihen gelingen.

Abb. 3: US-Verbraucherpreisindex CPI vs. Trailing-KGV des S&P 500



Quelle: BofAML, Dezember 2013.

Ferner besteht historisch gesehen eine Wechselbeziehung zwischen der Inflation und dem KGV (Abb. 3). Bei einer Inflation von derzeit etwa 2 % hätten die Kurs-Gewinn-Verhältnisse demnach noch Luft nach oben.

Und in den USA weicht das Bewertungsniveau mit einem Trailing-KGV von 17,9 zum Ende des dritten Quartals 2014 gar nicht so sehr von den Vergleichsmärkten ab. Der MSCI Europe Index notierte bei 20, der FTSE 100 bei 16,6 und der japanische Topix bei 16 (Quelle: Bloomberg). Neben den Bewertungen verdienen jedoch auch die Fundamentaldaten in den USA eine gründlichere Betrachtung, um besser zu verstehen, welches Wachstum wir erwarten können.

Fundamentaldaten

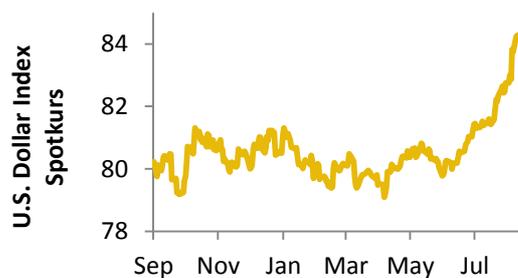
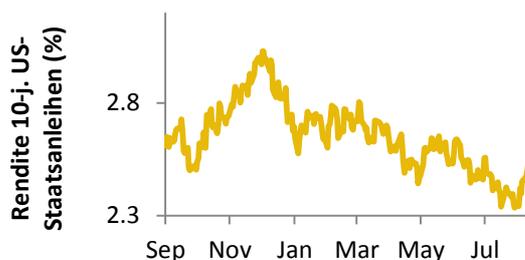
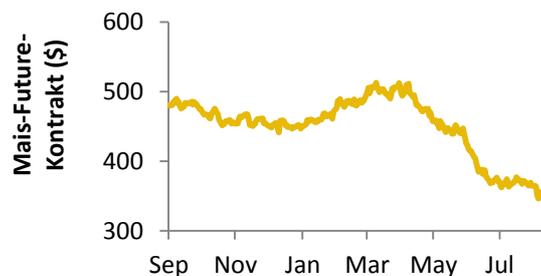
Schauen wir uns die reale Wirtschaft und das reale Bruttoinlandsprodukt an, dann befinden sich die USA unseres Erachtens in der mittleren Phase ihrer Konjunkturerholung. Bei Threadneedle rechnen wir für 2015 mit einem BIP-Wachstum von 2,5 bis 3 % – damit würden die USA stärker wachsen als andere große Volkswirtschaften und sogar die beiden wachstumsstarken BRIC-Staaten Brasilien und Russland übertreffen (Abb. 4).

Abb. 4: Threadneedle BIP-Prognosen für 2015

BIP (zum Vorjahr)	2015
China	7,3 %
Indien	5,4 %
USA	2,5-3,0 %
GB	2,0-2,5 %
Brasilien	1,8 %
Russland	1,7 %
Japan	1,0-1,5 %
Euroraum	0,75-1,25 %

Quelle: Threadneedle, Juli 2014

Den größten Beitrag zum US-amerikanischen und in der Tat auch zum globalen BIP-Wachstum leisten nach wie vor die US-Verbraucher. Der private Konsum macht in der Regel etwa 70 % des Bruttoinlandsprodukts aus. Einige Jahre mussten die US-Verbraucher den Gürtel enger schnallen, doch jetzt hat sich ihre Finanzlage gebessert. Sie haben ihre übermäßigen Schulden, die sie sich in den Jahren des Überschwangs während des vergangenen Jahrzehnts aufgeladen hatten, diszipliniert zurückgezahlt, und die verfügbaren Einkommen erholen sich stetig.

Abb. 5: U.S. Dollar Index**Abb. 6: Futures auf WTI Öl****Abb. 7: Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen****Abb. 8: Mais-Futures**

Quelle: Bloomberg, September 2014

Für die Verbraucher beginnt in der Tat ein kräftiger positiver Rückenwind zu wehen, denn durch den stärkeren Dollar (Abb. 5) werden importierte Güter billiger. Das sich verlangsamende Wachstum in Asien und Europa führt zu niedrigeren Energiepreisen für die USA (Abb. 6), die dank der Schieferenergie-Revolution auch weiterhin von dem günstigen einheimisch produzierten Öl und Gas profitieren. Die Zinsen befinden sich immer noch nahe ihren Rekordtiefs (Abb. 7) und Threadneedle rechnet bis Ende 2015 mit einem relativ gemäßigten Anstieg der 10-jährigen Anleiherenditen auf 3,3 %. Und wir könnten sogar noch niedrigere Renditen sehen, da der steigende Dollar Kapital in US-Vermögenswerte anlockt. Selbst im Bereich der Lebensmittelkosten haben die US-Verbraucher das Glück, dass eine Rekordernte die Preise von Agrarrohstoffen auf Talfahrt schickte (Abb. 8).

Bei einigen der anderen wichtigen Komponenten des Bruttoinlandsprodukts zeichnet sich ein positives Bild für Anlagen ab. Der Investitionszyklus läuft weiter, angeheizt durch den langfristigen Anstieg der einheimischen Energieproduktion. Die daraus resultierende industrielle Renaissance im Mittleren Westen der USA führt zu steigenden Investitionsausgaben, da die Unternehmen ihre Anlagen und Maschinen während der vergangenen Rezessionen

ziemlich altern ließen. Die US-Energieevolution lässt auch das strukturelle Handelsdefizit der USA schrumpfen. Amerika ist seit Kurzem ein größerer Energieproduzent als Saudi-Arabien und wird bald ein Nettoexporteur von Petroleumprodukten sein. Die sich daraus ergebende strukturelle Verbesserung des Handelsdefizits könnte den Dollar ebenfalls stärken, denn das Dollarangebot an den ausländischen Märkten beginnt zurückzugehen.

An der politischen Front bereitet die Fiskalpolitik weniger Gegenwind, da das bessere Wirtschaftswachstum das Haushaltsdefizit von etwa 10,1 % des Bruttoinlandsprodukts Ende 2009 auf 3,2 % des Bruttoinlandsprodukts Ende des dritten Quartals 2014 sinken ließ (Quelle: Bloomberg). Somit dürfte auch weniger Druck auf der Regierung lasten, ihre Ausgaben zu kürzen. Die Auswirkungen der fiskalischen Bremse wurden 2013 auf -1,8 % des Bruttoinlandsprodukts geschätzt, doch dieser Anteil ist 2014 auf -0,45 % gefallen (Quelle: Haver Analytics). Das Hauptaugenmerk der Märkte galt in der letzten Zeit jedoch der Geldpolitik.

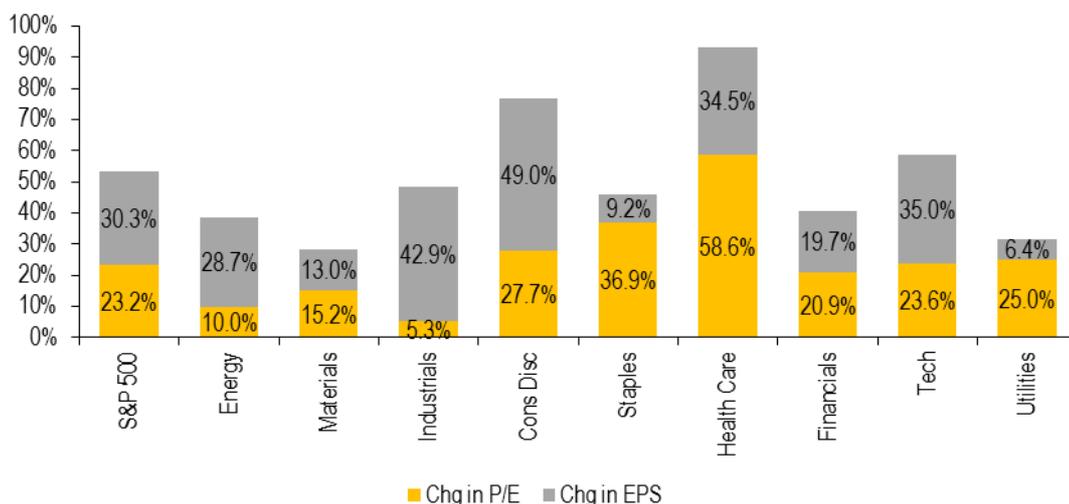
Janet Yellen hat sich unter den Notenbankchefs der jüngsten Vergangenheit als eine der stärksten Hüterinnen des billigen Geldes erwiesen, was den Märkten zweifelsohne geholfen hat. Unter der Führung von Frau Yellen scheint sich die Geldpolitik fest auf den Arbeitsmarkt zu konzentrieren, den die US-Notenbank so lange unterstützen will, wie die Inflation es zulässt. Wie viel Überkapazität am Arbeitsmarkt noch besteht, ist ein umstrittenes Thema. Klar ist allerdings, dass der Arbeitsmarkt sich festigt, denn die Arbeitslosenquote liegt nur knapp über 6 %. Das dürfte dem Wohnungsmarkt Unterstützung bieten, indem sich sowohl die verfügbaren Einkommen als auch die Mobilität der Arbeitnehmer verbessern.

Das Ende der quantitativen Lockerung kann den Märkten durchaus neue Turbulenzen bescheren, doch wir sind der Ansicht, dass es Anlegern auch Chancen bietet, um ihr Engagement in US-Aktien anzuheben. Als aktive Portfoliomanager werden wir uns nach Investmentmöglichkeiten umschauen, um unseren Portfolios wachstumsstarke Unternehmen zu attraktiven Kursen hinzuzufügen.

Auswirkungen für Anlagen

Für die kommenden 12 Monate stützt dieses günstige Wirtschaftsumfeld unserer Ansicht nach einen positiven Ausblick für die Unternehmensgewinne. Wir rechnen für 2015 mit einem Gewinnwachstum von fast 10 %.

Abb. 9: Aufgliederung der S&P 500-Performance nach Sektoren: Änderung des Forward-KGV und des Gewinns je Aktie, 31.12.2010 bis 31.07.2014



Quelle: FactSet / I/B/E/S, BofA Merrill Lynch US Equity und US Quant Strategy, Stand: Juli 2014.

Besonders auffällig an der jüngsten Rallye war, wie untypisch sie verlief, denn sowohl defensive als auch zyklische Titel zogen kräftig an (Abb. 9). Defensive Aktien wie Versorger und Basiskonsumgüter wurden durch das Renditestreben beflügelt, denn Anleger gewöhnten sich an den Gedanken, dividendenzahlende Unternehmen anstelle von Anleihen zu besitzen. Ein Umfeld mit einer auf Dauer verhältnismäßig niedrigen Inflation und niedrigen Zinsen kann unserer Ansicht nach die Bewertung höher rentierlicher Unternehmen stützen. Mit den höher rentierlichen Titeln in unseren ertragsorientierten Portfolios haben wir zwar ansehnliche Erträge erzielt, doch unsere Core-Portfolios finden

jetzt in der Regel bessere Gelegenheiten bei zyklischen Aktien. Hervorragende Beispiele bietet der Technologiesektor, wo steigende Investitionsausgaben und mehr Innovation sowie das Wachstum des Internets eine positive Dynamik für Unternehmen schaffen, die noch angemessen bewertet sind.

Die anhaltende Stärke des Dollar wird auch die Exporteinnahmen multinationaler Unternehmen reduzieren, aber gleichzeitig den Konsumausgaben zugutekommen. In der Regel profitieren davon die eher binnenmarktorientierten Unternehmen, die meist eine etwas niedrigere Marktkapitalisierung haben.

Wir gehen davon aus, dass die Schieferenergie-Revolution der US-Binnenwirtschaft vor allem in Staaten wie Texas, Louisiana und Colorado weiter Wachstum und Arbeitsplätze bescheren wird. Dies dürfte die Zweiteilung im Energiesektor zwischen auf den Binnenmarkt ausgerichteten Produzenten und den großen Ölgesellschaften verstärken, denn letztere müssen sich auf einen fallenden Ölpreis einstellen.

Eine längerfristige Einschätzung

Während die Marktcommentatoren sich eher auf kurzfristige Faktoren wie das Kursniveau sowie auf Marktindikatoren wie das Handelsvolumen, die Volatilität und die Handelsbreite konzentrieren, dürfen wir nicht vergessen, dass Aktien am besten für mittel- bis langfristige Anlagen geeignet sind. Es lohnt sich daher, einen Blick auf die langfristigen Aussichten für die USA zu werfen.

Eine Redewendung besagt: „Demographics are destiny“ (Demografie ist Schicksal). Und demografisch gesehen schneiden die USA gegenüber den meisten vergleichbaren Regionen sehr gut ab. Die Geburtenrate ist positiv und steigt. Hinzu kommt die Zuwanderung, sodass gewährleistet sein sollte, dass die USA weiterhin über eine große Erwerbsbevölkerung im Verhältnis zu ihrer alternden Bevölkerung verfügen werden. Dies dürfte die demografischen Belastungen der Rentensysteme, des Gesundheitswesens und der Steuerbasis, die in den wichtigsten westeuropäischen und ostasiatischen Volkswirtschaften erwartet werden, etwas mildern. In der Tat werden die USA bis 2050 voraussichtlich eine deutlich größere Erwerbsbevölkerung haben als heute, während die Erwerbsbevölkerung in China vermutlich gesunken sein wird.

Die USA sind weiter das Epizentrum der technologischen Innovation, im Bereich des mobilen oder drahtlosen Internets ebenso wie beim 3D-Druck, fahrerlosen Autos, fortgeschrittener Robotertechnik, Energieexploration, Advanced Materials, künstlicher Intelligenz, Bio- oder Nanotechnologie. Die technologische Innovation kann das Produktivitätswachstum weiter vorantreiben und sollte aktiven Anlegern Gelegenheiten bieten, um sowohl vom Aufstieg als auch vom Fall amerikanischer Unternehmen zu profitieren.

Wenn man bedenkt, dass das Wirtschaftswachstum das Ergebnis der insgesamt geleisteten Arbeitsstunden und der Arbeitsproduktivität ist, dann scheinen die USA auf mittlere bis lange Sicht, sprich: in dem Zeitrahmen, den Aktienanleger berücksichtigen sollten, in zweifacher Hinsicht einen Vorteil zu genießen.

Fazit

Wenn unsere These über die US-Aktienmärkte ein absehbares Risiko birgt, dann wohl sehr kurzfristig gesehen. Das Ende früherer quantitativer Lockerungsprogramme hat an den Aktienmärkten kurzfristige Turbulenzen ausgelöst. Wir sind jedoch der Ansicht, dass man bei Aktienanlagen das Glas unbedingt halb voll sehen sollte, und schauen uns aktiv nach Anlagegelegenheiten um, die durch Marktschwächen bei einzelnen Titeln entstehen werden. Und wir gehen davon aus, dass geduldige Anleger von diesem Ansatz ebenso profitieren sollten. Wir sehen einen angemessen bewerteten Markt, dem das sich verbessernde Wirtschaftswachstum, ein aufwertender Dollar und sehr robuste langfristige Triebfedern zugutekommen dürften. Anstatt das Ende der Rallye zu verkünden, gehen wir eher davon aus, dass wir uns in der mittleren Phase des aktuellen Konjunkturzyklus befinden. Ferner sind wir überzeugt, dass für geduldige Anleger die besten Jahre bei US-Aktien noch bevorstehen.

Wichtige Informationen

Diese Informationen sind nur für professionelle Investoren bestimmt und dürfen von Privatanlegern nicht herangezogen werden. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein Anhaltspunkt für die künftige Wertentwicklung. Der Wert und die Erträge von Anlagen können sowohl fallen als auch steigen. Dieses Material ist lediglich zur Information bestimmt und stellt keinerlei Angebot oder Aufforderung zur Abgabe von Angeboten für den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar; es handelt sich hierbei auch nicht um Anlageberatung oder Investmentdienstleistungen. Das Research und die Analysen, die in diesem Dokument enthalten sind, wurden von Threadneedle Investments für die eigenen Investmentaktivitäten erstellt; es kann sein, dass diese bereits vor der Veröffentlichung für Entscheidungen herangezogen wurden und hier nur beiläufig zur Verfügung gestellt werden. Hierin zum Ausdruck gebrachte Meinungen beziehen sich auf den Tag der Veröffentlichung; sie können sich jederzeit unangekündigt ändern. Aus externen Quellen bezogene Informationen werden für zuverlässig gehalten, doch ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit kann nicht garantiert werden. Herausgegeben von Threadneedle Asset Management Limited. Eingetragen in England und Wales, Reg.-Nr. 573204. Eingetragener Sitz: 60 St Mary Axe, London EC3A 8JQ. Im Vereinigten Königreich autorisiert und reguliert nach den Bestimmungen der Financial Conduct Authority. Threadneedle Investments ist ein Handelsname. Sowohl der Threadneedle Investments-Name als auch das Logo sind Schutzmarken oder eingetragene Schutzmarken der Threadneedle- Unternehmensgruppe. www.threadneedle.com

Herausgegeben 10.14 | Gültig bis 11.14 | J21443