

## Dort stabiles Wachstum, hier die Deflation

Die realwirtschaftlichen Daten verbessern sich, insbesondere in den USA, Großbritannien und Japan. Selbst die EZB ist sich mittlerweile des Deflationsrisikos bewusst, das sich darin zeigt, dass sowohl der Verbraucherpreisindex als auch seine Kernrate unter 1,0% liegen. Während eine hartnäckige weit verbreitete Deflation so gar nicht zu einer weltweiten Konjunkturerholung passt, zeichnen die tiefgreifenden Asymmetrien im Euroraum ein ganz anderes gesamtwirtschaftliches Bild: Hier ist eine anhaltende und extrem niedrige Inflation ein wichtiges Risiko.

### Willkommene Bestätigung: Die weltweite von den USA angeführte Erholung setzt sich fort

Der Government Shutdown in den USA und die knappe Einigung über eine Erhöhung der Schuldenobergrenze hat an den Finanzmärkten einen bitteren Nachgeschmack hinterlassen, zumal das Restrisiko einer Wiederholung der Ereignisse im Januar 2014 besteht. Die Binnennachfrage steigt trotz des politischen und fiskalpolitischen Chaos in Washington unvermindert. Es scheint fast, als seien die Unternehmen immun gegen die schlechten Nachrichten und die Verbraucher hätten keinen zu großen Schaden davongetragen.

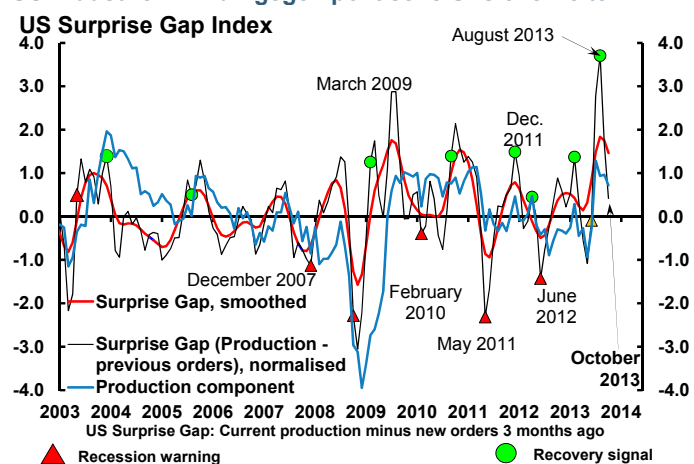
Wie erwartet hat unser ISM-basierter Surprise Gap Index (SGI) an Dynamik verloren, aber die gute Nachricht ist, dass er nicht gefallen ist und damit signalisiert, dass auch das Wachstum auf kurze Sicht nicht zurückgehen dürfte. Was die Verbraucher betrifft hat sich die auf der Umfrage des Conference Board basierende Komponente, die sich auf die aktuelle Lage am Arbeitsmarkt bezieht, marginal verschlechtert, was zu dem Anstieg der Arbeitslosenquote um 0,1 Prozentpunkt passt.

Im Euroraum ist der SGI – passend zum stabilen Wachstum – nur ganz leicht gefallen. Spitzenreiter waren die deutschen Unternehmen, was für eine stabile weltweite Nachfrage spricht. Dies bestätigt auch die monatliche Umfrage unter französischen Exportunternehmen. Spanische und italienische Unternehmen liegen zwar hinter deutschen, aber auch sie berichten über eine steigende Nachfrage. Das Feedback

französischer Unternehmen ist dagegen unterschiedlich: sie schätzen die aktuelle Lage schlecht ein, glauben aber an eine spätere Verbesserung.

Abbildung 1

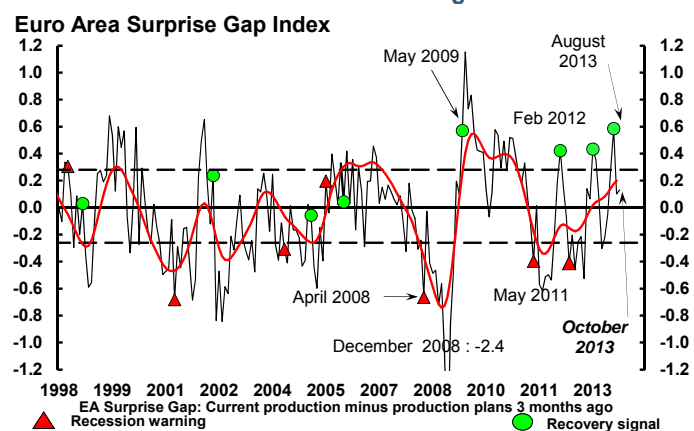
### US-Industrie: Immun gegen politische Unsicherheiten



Quellen: ISM, Ifo, INsee, CBS, CPB, INE, Istat und AXA IM Research

Abbildung 2

### Euroraum-Industrie: Unter Schwankungen aufwärts



Quellen: ISM, Ifo, INsee, CBS, CPB, INE, Istat, und AXA IM Research

Auch die Nachrichten aus China waren ermutigend. Die Industrieproduktion ist im Einklang mit dem Einkaufsmanagerindex leicht auf über 10% gestiegen. Das Wachstum des Automobilabsatzes ist von 13 auf 10% zurückgegangen. Zum aktuellen Zeitpunkt ist es schwer zwischen Noise und echtem Signal zu unterscheiden, aber 10% ist und bleibt ein ordentlicher Trend.

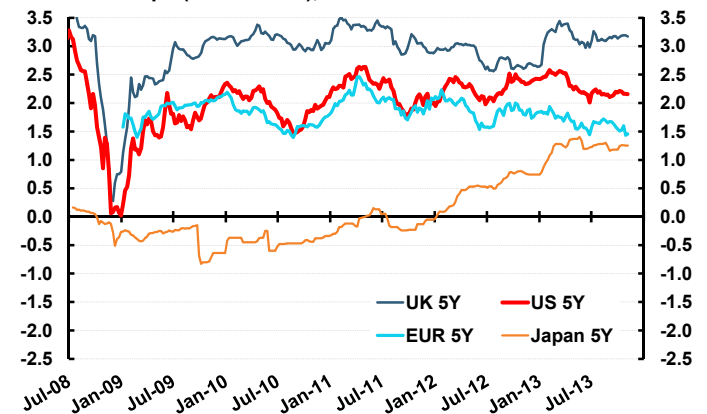
**Alles in allem ist die weltweite Erholung (wieder) auf einem guten Weg.** Ceteris paribus müsste dies das Risiko einer weltweiten Deflation und anhaltend niedriger Renditen verringern. Aber was das betrifft, gibt es noch Unterschiede zwischen den einzelnen Regionen.

## Endlich erkennt die EZB, dass Deflation ein Problem sein könnte

Die Entscheidung des geldpolitischen Rats der EZB, noch vor der aktuellen Inflationsprognose, die für den Dezember erwartet wird, den Leitzins von 0,5 auf 0,25% zu senken, hat die Märkte überrascht. EZB-Chef Draghi machte klar, dass eine Inflation von unter 1% und eine „eher schwache Kreditdynamik“ (womit er untertrieben hat) eine unwillkommene Konstellation ist und das Risiko einer „längeren Phase mit einer niedrigen Inflation“ in Aussicht stellt. Interessanterweise ist das eine Einschätzung, auf die die Marktteilnehmer allmählich reagieren. Wie Abbildung 3 zeigt ist die für die kommenden fünf Jahre erwartete Inflation gemessen an den Märkten für Inflationsswaps (eine passende Benchmark für den internationalen Vergleich) kontinuierlich zurückgegangen – von 2,2% Anfang 2012 auf zuletzt 1,5%. Recht überraschend ist, dass die Inflationserwartungen zwar deutlich unter den von der EZB für den Euroraum angestrebten Wert von 1,99% zurückgegangen sind, während in Japan genau das Gegenteil der Fall war. Hier ist die Inflationserwartung auf Sicht von fünf Jahren von 0 auf 1,3% gestiegen und nähert sich damit dem neuen Zielwert der BoJ. Ich habe immer wieder geschrieben, dass die EZB ihren eigenen Überzeugungen nicht treu geblieben ist, als sie die Entwicklung ihres früher wichtigsten Inflationsindikators, nämlich der Geldmenge M3 nicht mehr beachtete. Anders als im Juli 2008, kurz vor dem Lehman-Konkurs ist M3 nur um 7,8% gestiegen (bzw. um durchschnittlich 1,5% p.a.) während M2 in den USA um 40,2%

zugelegt hat (6,9% p.a.) Da überrascht es nicht, dass der Euro trotz der vergleichsweise schwachen Euroraumkonjunktur gegenüber dem US-Dollar noch immer so stark ist. Und es ist auch keine Wunder, dass sich im Euroraum Deflationstendenzen deutlich bemerkbar machen, sowohl beim Verbraucherpreisindex als auch bei seiner Kernrate. Aber es gibt auch eine gute Nachricht: Der EZB ist dies nicht entgangen.

Abbildung 3  
Inflationserwartungen: Japan und der Euroraum konvergieren  
Inflation swaps (breakevens), 5Y



Quellen: Datastream und AXA IM Research

**Mein Fazit:** Die Weltwirtschaft erholt sich erwartungsgemäß, mit den USA an der Spitze. Wegen des schwächeren Wachstums in der ersten Jahreshälfte aber auch aufgrund der niedrigeren Rohstoffpreise ist die Inflation zuletzt zurückgegangen. Für eine nachhaltige Deflation spricht allerdings nur wenig, da die Weltwirtschaft weitere Fortschritte macht. 2014 sollte man also auf steigende Anleiherenditen setzen. Langfristig ist allerdings eine höhere Inflation wahrscheinlicher als eine Deflation, da die Fed ebenso wie die anderen Notenbanken ihre Bilanzen stark ausgeweitet und viel Geld gedruckt hat. Doch was für die Weltwirtschaft stimmt, gilt nicht unbedingt für jede einzelne Region. Im Euroraum besteht ein hohes Deflationsrisiko, aus konjunkturellen aber auch aus geldpolitischen Gründen. Die EZB muss wissen, wogegen sie kämpfen muss. Zurzeit ist es ganz bestimmt nicht die Inflation.

AXA IM Research im Internet: <http://www.axa-im.com/en/research>

## DISCLAIMER

Die Informationen, Finanzdaten und Empfehlungen von AXA Investment Managers stellen weder ein Angebot für den Erwerb bzw. den Verkauf von Finanzinstrumenten / Investmentfonds noch Anlageberatungsdienstleistung dar. Bitte beachten Sie, dass in diesem Dokument teilweise öffentliche Daten offizieller Herausgeber von Wirtschafts- und Marktstatistikunternehmen verwendet wurden. AXA Investment Managers haftet weder für die Richtigkeit noch Vollständigkeit dieser Angaben. Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass dieses Dokument infolge vereinfachter Darstellung und der Erstellung auf Basis von Daten und Prognosen nicht sämtliche Informationen darzustellen vermag und subjektiv sein kann. AXA Investment Managers lehnt jegliche Haftung für die Verwendung dieser Informationen und daraus resultierende Folgen ab.

Die in diesem Dokument enthaltenen Wertentwicklungsdaten, Prognosen sowie Meinungsäußerungen und unsere Markteinschätzung bieten keine Gewähr und sind kein Indikator für die Zukunft. Wert und Rendite einer Investmentanlage in Fonds können steigen und fallen und werden nicht garantiert, die Grundlagen unserer Markteinschätzung können sich jederzeit ändern.

Mit dem Erhalt dieses Dokuments erklärt der Empfänger, dass er die in diesem Dokument enthaltenen Angaben zu reinen Informationszwecken verwenden und auf diesen Informationen basierend keine Investmententscheidung tätigen will. Reproduktionen, Kopien, Duplikate sowie die Weitergabe jeglicher Art von Teilen bzw. der Gesamtheit der von AXA Investment Managers bereitgestellten Informationen, Finanzdaten und Empfehlungen sind ohne vorherige schriftliche Zustimmung der AXA Investment Managers strengstens untersagt.

Die oben angegebenen Analysen und Empfehlungen stellen die globale Strategie von AXA Investment Managers dar. Diese Strategie wird gezielt an das jeweilige Portfolio bzw. an die jeweiligen Managementvorgaben angepasst. Abschließend wird darauf hingewiesen, dass die in diesem Dokument enthaltenen Meinungsäußerungen unsere aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Erstellung wiedergeben, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können.

© AXA Investment Managers 2013