

Ukraine überschattet bessere Konjunkturdaten

Weniger Konjunkturrisiken sprechen für risikoreichere Anlagen anstelle von Renten

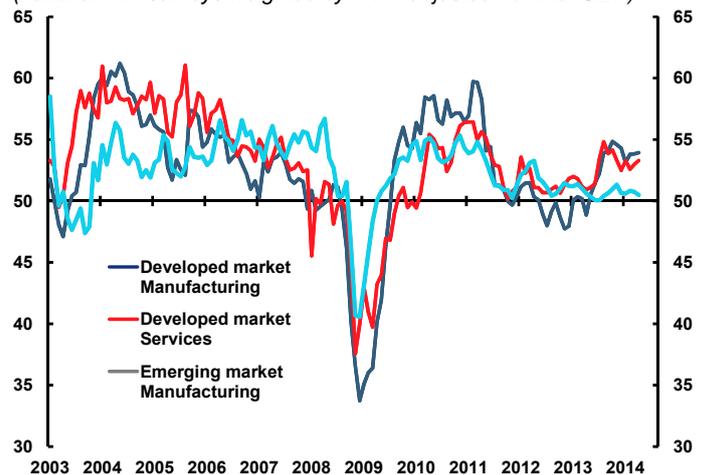
Im Überblick

- Die Krise in der Ukraine und die Konjunkturdaten machen abwechselnd Schlagzeilen. Die Märkte reagieren mit Ausschlägen in beide Richtungen.
- Die besseren Wirtschaftszahlen, insbesondere aus den USA und Europa, sind ermutigend. Die japanische Regierung muss aber noch beweisen, dass sie es mit dem Dritten Pfeil ernst meint. Die Emerging Markets kämpfen immer noch mit einer schwachen Konjunktur (Abbildung 1).
- Die gute Konjunktur, die weiterhin expansive Geldpolitik, die Anzeichen für eine Erholung der Unternehmensgewinne und die immer häufigeren Fusionen und Übernahmen sprechen für risikoreichere Anlagen.
- Während die amerikanische Notenbank bereits mit dem Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik begonnen hat, wird die EZB wahrscheinlich noch expansiver werden. **Deshalb bleiben wir dabei, dass die US-Langfristrenditen über die aktuellen Terminrenditen steigen werden** und raten weiter zu einer Untergewichtung amerikanischer Staatsanleihen. Es bleibt abzuwarten, inwieweit deutsche Bundesanleihen der Entwicklung in den USA folgen.

Abbildung 1
Industrieländer in Führung

Global PMI indices

(national PMI surveys weighted by PPP-adjusted nominal GDP)



Quellen: Datastream, Bloomberg & AXA IM Research

Empfehlungen für die Asset-Allokation

	kurzfristig (3-6Monate)	mittelfristig (12-24Monate)
Kasse	-	-
Aktien	+	+
Staatsanleihen	-	-
Unternehmensanleihen	=	=

▲/▼ Veränderung ggü. dem Vormonat

Quelle: AXA IM Research

Die Krise in der Ukraine und die besseren Konjunkturdaten machen abwechselnd Schlagzeilen. Die Märkte reagieren mit Ausschlägen in beide Richtungen. Gemessen an der Marktentwicklung hat die Konjunktur die weltpolitische Unsicherheit dominiert. Mit internationalen Aktien verdiente man im April 0,8%, mit 10-jährigen US-Staatsanleihen 0,6%.

Falls sich die politische Lage nicht verschlechtert, dürften die **besseren Konjunkturaussichten weiterhin die Oberhand behalten. Risikoreichere Anlagen werden dadurch interessanter. Die wachsende Zahl von Fusionen und Übernahmen stützt diese Empfehlung.**

Endlich Frühling in den USA

Die vorläufige Schätzung des amerikanischen BIP-Wachstums im 1. Quartal 2014 fiel schwächer aus als erwartet (0,1% annualisiert). Sie lag damit fast einen Prozentpunkt unter den Konsenserwartungen. Doch das ist Schnee von gestern. Die neusten Informationen aus den USA zeigen Fortschritte bei einer Reihe von Frühindikatoren. Umfragen der regionalen Fed-Niederlassungen und vor allem der ISM-Index (54,9 nach 53,7 im März, Abbildung 8) legten zu, was für eine gute Industriekonjunktur spricht. Diese Einschätzung wird durch harte Zahlen bestätigt. Der Anstieg der **Industrieproduktion** im Februar wurde auf 1,2% heraufrevidiert, und im März **überraschte sie mit einem Plus von 0,7%. Die Auftragseingänge bei langlebigen Gütern waren ebenfalls erstaunlich hoch.** Es scheint, als würde die US-Konjunktur endlich Frühlingsluft schnuppern.

Auch das bessere Verbrauchervertrauen (82,3 im April nach einem nach heraufrevidierten 83,9 im März, dem höchsten Wert seit Januar 2008) deutet auf einen guten Start in das 2. Quartal hin. Nachdem die Erwartungskomponente für März auf 84,8 heraufrevidiert wurde, stieg sie jetzt auf 84,9, den höchsten Wert seit August 2013.

Obwohl die aktuelle Arbeitslosenquote mit 6,3% noch immer deutlich über der vom Offenmarktausschuss der Fed angestrebten langfristigen Zielspanne von 5,2-5,6%¹ liegt, steigen die Löhne allmählich leicht. Dafür sorgt die Belegung am Arbeitsmarkt (Abbildung 2).

Entsprechend ihrer optimistischeren Konjunktüreinschätzung verringerte die Fed erwartungsgemäß ihre monatlichen Anleihekäufe auf 45 Mrd. USD. Wir rechnen zwar weiterhin mit der ersten Leitzinsanhebung in der zweiten Jahreshälfte 2015. Aber die Anleger werden genau verfolgen, was die Vorsitzende Yellen mit „optimaler Kontrolle“ meint.

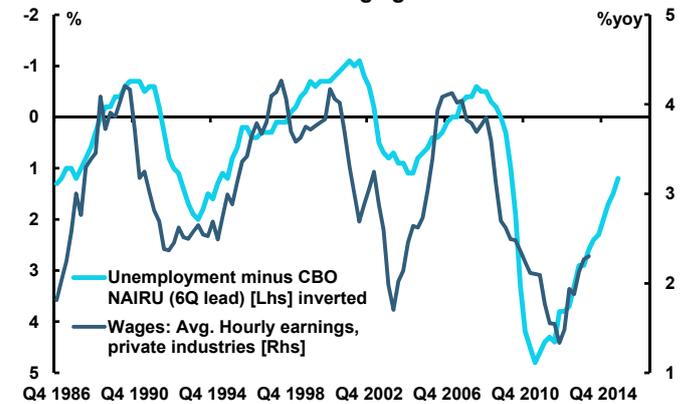
Wenn überhaupt **versprechen die jüngsten Daten weitere gute Zahlen in den nächsten Monaten.** Wir rechnen daher weiter mit einem starken Wachstum im 2. Quartal und wären nicht überrascht, wenn die jüngste Schwäche komplett aus-

geholt wird. Wir bleiben deshalb bei unserer **Wachstumsprognose von rund 2,8% in diesem Jahr.**

Abbildung 2

Bessere Arbeitsmarktlage stützt Löhne

USA: Labour market slack & wage growth



Quellen: Datastream, CBO & AXA IM Research

Euroraum: Erholung

Der Euroraum bleibt weiterhin auf dem Weg der Besserung. Die Frühindikatoren waren im April uneinheitlich: der Einkaufsmanagerindex (PMI) stieg, die meisten nationalen Konjunkturindikatoren fielen. Folglich signalisiert die Surprise Gap wieder eine Konsolidierung. Insgesamt bleiben wir bei unserer Erwartung eines bescheidenen Wachstums in diesem Jahr, trotz der überraschend guten Zahlen aus Spanien. Dort ergab die vorläufige BIP-Schätzung 0,4% Zuwachs im 1. Quartal, den stärksten Anstieg seit Anfang 2008.

Die Inflation legte nach dem Tief im März wieder zu, auf 0,7% im April (im Vorjahresvergleich); wobei die Kernrate unverändert 1,0% beträgt. Dies bleibt zwar unter dem Inflationsziel der EZB, aber wir erwarten dennoch, dass eine mehrere Monate lang niedrige, aber stabile Inflation die Deflationsängste nach und nach vertreibt. Die EZB hält die Erwartungen weiterhin hoch, nicht zuletzt weil EZB-Präsident Draghi laut über die Einzelheiten eines Wertpapierkaufprogramms nachdenkt.

Unterdessen **sieht Portugal Licht am Ende des Tunnels.** Die Regierung kündigte Anfang Mai an, den EU-Rettungsschirm ebenso wie Irland „sauber“ zu verlassen. Mit der Rückkehr an den Kapitalmarkt mit einer fünfjährigen – überzeichneten – Staatsanleihe hat **Griechenland einen Meilenstein erreicht.**

Japan: Warten auf den Dritten Pfeil²

Die japanische Notenbank hat ihr Versprechen gehalten, den Yen zu schwächen und die Inflation anzutreiben (Erster

¹ Vgl. Yellen, J.: Speech at the Economic Club of New York, New York, 16. April 2014.

² Vgl. Alimi, M.: „Japan: one year on, still in midstream“, AXA IM Research, 24. April 2014.

Pfeil). Auch der Zweite Pfeil (höhere Mehrwertsteuer) wurde umgesetzt. Solche Ad-hoc-Maßnahmen reichen aber nicht aus, um Japan nachhaltig aus der Deflation zu führen. Insbesondere müssen drei Bedingungen erfüllt sein: (1) Anstieg der Inflationserwartungen weit über 0%, (2) Lohnanstieg und (3) die erfolgreiche Umsetzung der anderen Elemente der Drei-Pfeile-Strategie.

Wir betrachten die erste Bedingung als halb erfüllt: Die Inflationserwartungen liegen über 0%, aber noch nicht bei 2%. Außerdem sind sie wahrscheinlich instabil, sollte die tatsächliche Inflationsrate wieder fallen.

Die entscheidende Hürde liegt noch vor uns. Ohne einen wesentlichen Lohnanstieg ist Inflation auf mittlere Sicht unwahrscheinlich.

Der letzte Teil betrifft Strukturreformen, sogenannte „Wachstumsstrategien“, die das Potenzialwachstum mittelfristig steigern sollen. Einiges ist bereits umgesetzt worden. So hat die Regierung Umweltvorschriften gelockert, indem sie das ehrgeizige Treibhausgasziel der Demokratischen Partei gekippt hat. Außerdem hat sie die Verhandlungen über Freihandelsabkommen und wirtschaftliche Partnerschaften mit Ländern in Asien und der Pazifikregion sowie der EU wieder aufgenommen. **Premierminister Abe hat hohe Erwartungen geschürt, dass im Juni neue Wachstumsstrategien verabschiedet werden.** Auch wird mit weiteren Kürzungen der Unternehmenssteuern gerechnet, die bereits 2014 von 38% auf 35,6% gesenkt wurden.

Emerging Markets: Politische Unsicherheit und schwache Wirtschaftsdynamik

Die **Konjunktur bleibt schwach**, da die Dynamik der Industrieproduktion und der Einzelhandelsumsätze in den Schwellenländern abnimmt. Gleichzeitig steigt die Inflation als Folge der Währungsabwertungen im letzten Jahr und der steigenden Lebensmittelpreise in Asien und Lateinamerika infolge geringer Niederschläge.

Bei den Wahlen in Indien und Indonesien gab es keine klaren Mandate für wirtschaftsfreundliche Parteien, und in Brasilien liegt die Regierungspartei in den Umfragen hinten. Auch das ist für die Stimmung nicht gerade förderlich.

Wir bleiben dabei, dass der größte Teil der Wechselkursanpassung hinter uns liegt und die Kombination aus stabilen Zinserwartungen und geringer Volatilität High-Yield-Anleihen und Carry-Trade-Währungen weiterhin unterstützt. Dies sollte die **Fortsetzung der expansiven Geldpolitik** ermöglichen. Russland ist die offensichtliche Ausnahme, da die Zentralbank ihren Leitzins im März um 150 und Mitte April um weitere 50 Basispunkte erhöhen musste, um den rapide sinkenden Rubel zu stützen.

Wir erwarten, dass sich die Schwellenländer erholen, auch wegen der besseren Konjunktur in China. Einige oft erhobene Daten wie der PMI und andere Klimaindizes zei-

gen erste Anzeichen einer Wende. Auch die Politik trägt ihren Teil dazu bei. So hat der Staatsrat Genehmigungen für Infrastrukturprojekte forciert, und die Notenbank hat den Mindestreservesatz für Banken auf dem Land gesenkt. Wir erwarten, dass diese kleinen und gezielten Stimuli an Kraft gewinnen und das Wirtschaftswachstum im 2. und 3. Quartal stärken. Bessere Aussichten für China sowie die anhaltende Erholung in den USA und **Europa sollten helfen, das Wachstum in anderen Schwellenländern anzukurbeln.**

Doch die **Spannungen zwischen der Ukraine und Russland**, die sich nach einem vorübergehenden „Waffenstillstand“ um Ostern wieder verstärkt haben, werden **die Emerging Markets insgesamt weiter belasten.**

Investmentstrategie: Risikobereit bleiben

Im letzten Monat empfahlen wir höhere Risiken und rieten, Aktien auf kurze Sicht zu Lasten von Renten überzugewichten. Diese Empfehlung beruhte auf den besseren Konjunkturdaten und einer positiveren Einschätzung von Schwellenländer-Aktien.

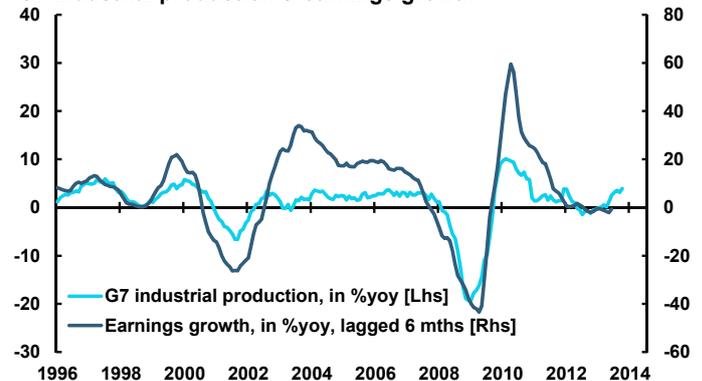
Wir sind davon überzeugt, dass sich die Gewinne 2014 erholen werden, getragen von höheren Umsätzen und einem umsichtigen Kostenmanagement.

Zugegebenermaßen hat sich **das Gewinnwachstum bestenfalls im 1. Quartal dieses Jahres stabilisiert**, aber die Gewinnrevisionen variieren erheblich. Die Ertragssituation in den USA ist zufriedenstellend. Von den 421 Unternehmen im S&P 500, die ihre Zahlen bereits veröffentlicht haben, haben 75% die Gewinnerwartungen um rund 6% übertroffen. Die Mehrzahl der europäischen Unternehmen bleibt hinter dieser Entwicklung zurück.

Sollten wir daher unser Szenario in Frage stellen? Unserer Meinung nach nicht. Die häufig erhobenen Frühindikatoren deuten auf eine weitere **Beschleunigung der Weltwirtschaft** hin. Das wiederum **spricht sehr für unsere Überzeugung, dass sich die Gewinne erholen** (Abbildung 3).

Abbildung 2

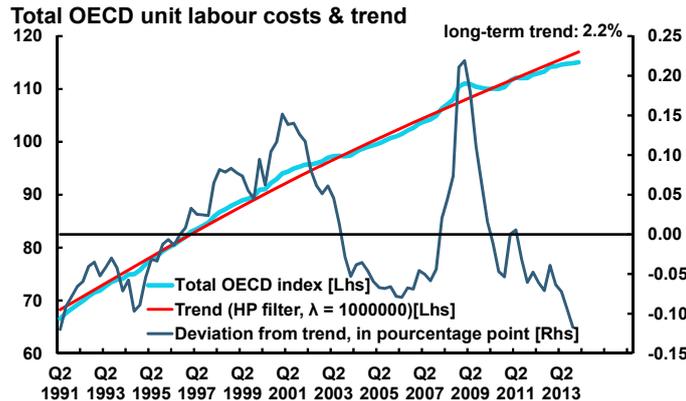
Höhere Produktion spricht 2014 für ordentliche Gewinne



Quellen: Datastream, Bloomberg & AXA IM Research

Gleichzeitig hat Kostenkontrolle für die Unternehmen hohe Priorität. Auch wenn die Lohnstückkosten (Abbildung 4) nach einer längeren Phase der Anpassung infolge der großen Rezession wieder steigen, liegt der Zuwachs deutlich unter dem Langfristtrend. Das deutet darauf hin, dass die Unternehmen noch immer ihre Produktivität steigern, was die Gewinnmargen stützt.

Abbildung 3

Lohnstückkosten weiter unter Kontrolle


Quellen: Datastream, Bloomberg & AXA IM Research

Schließlich zeigt die Finanzpolitik der Unternehmen keine Anzeichen von Exzessen. Das Verhältnis von Nettoverschuldung zu EBITDA (Aktien Welt ohne Finanzwerte) liegt derzeit bei 1,5. Dieser Wert ist damit immer noch ziemlich nah an den Tiefständen von etwa 1,2 Mitte der 2000er Jahre und in 2011/2012. Außerdem ist der Zinsdeckungsgrad im Vergangenheitsvergleich hoch.

Der Anstieg der Industrieproduktion bei gleichzeitiger Kostenkontrolle dürfte die Gewinne weltweit um 5-10% steigen lassen.

Dennoch halten wir internationale Aktien für alles andere als billig. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) liegt auf Basis der Gewinne der letzten zwölf Monate bei 17,5 und auf Basis der für die kommenden zwölf Monate erwarteten Gewinne bei 15 – etwa 0,5 Standardabweichungen über dem Trend. Daher sind die Aktien „leicht überbewertet“. Solange das Zinsumfeld günstig bleibt, sind diese Werte unserer Meinung nach kein Hindernis für „normale“ Erträge von 5-10%, passend zum Gewinnwachstum.

Während Pessimisten die jüngste Fusionswelle vermutlich für schlecht halten, weil sie typisch für das Ende eines Marktzyklus ist, sind wir optimistischer. Denn noch halten sich die Fusionen in Grenzen. Das Übernahmevermögen ist zwar gestiegen, aber noch weit von dem entfernt, was wir während der „irrationalen Übertreibungen“ 2006/2007 erlebt haben. Die Übernahmeprämien stehen vollkommen im Einklang mit den Werten der Vergangenheit (etwa 20-25%), und etwa 45% der Transaktionen werden in bar und nicht in Aktien bezahlt.

Einschränkend möchten wir hinzufügen, dass Anleger mit mehr Unsicherheit rechnen sollten, zum einen wegen der anhaltenden Krise in der Ukraine, zum anderen wegen der fortgeschrittenen Erholung der Aktienmärkte. Seit dem Tief von 676,5 Punkten im März 2009 hat sich der S&P 500 dank der sehr expansiven Geldpolitik etwa verdreifacht. Es ist allgemein bekannt, dass der Übergang von einem liquiditäts- zu einem gewinngetriebenen Aktienmarkt in der Regel nicht einfach ist. Darüber hinaus hinkt heute die Gewinnerholung der jüngsten Marktdynamik hinterher.

Renten

Die Geldpolitik hält bei der Zinsentwicklung die Trümpfe in der Hand. Während die US-Notenbank den Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik eingeschlagen hat, werden die EZB und die japanische Zentralbank wahrscheinlich die Grenzen der Geldpolitik weiter ausdehnen, um das Wachstum zu fördern. Außerdem werden sie handeln, wenn sich die Inflationsaussichten verschlechtern oder eine Deflation droht. Angesichts der niedrigen Teuerung und der ungenutzten Kapazitäten im Euroraum denken wir, dass die Geldpolitik nicht nur einige Monate lang, sondern während eines Großteils des Jahres 2015 divergieren wird (Abbildung 5).

Abbildung 4

Divergierende Kurzfristzinsenerwartungen

Short rates: Euro decoupling from US



Quellen: Datastream, Bloomberg und AXA IM Research

Die divergierende Geldpolitik wird sich am langen Ende der Zinsstrukturkurve widerspiegeln. Daher bleiben wir dabei, dass US-Langfristrenditen über die aktuellen Terminrenditen steigen werden und raten weiter zu einer Untergewichtung amerikanischer Staatsanleihen.

Allerdings sind wir immer weniger davon überzeugt, dass die Bundesanleiherenditen diesen Anstieg wie in den vergangenen Jahren üblich zu etwa 50% nachvollziehen werden. Eine unerwartet lange niedrige Inflation verbunden mit der Möglichkeit, dass die EZB einige ihrer Instrumente (wie eine zusätzliche Zinssenkung) anwenden könnte, dürfte die Bundesanleiherenditen vorerst weiter dämpfen. Es ist daher nur plausibel, dass die faktische Nullzinspolitik im Euroraum

länger als in den USA dauern wird. Vor allem werden die Kurzfristzinsen niedrig bleiben, aber auch das Zinsniveau insgesamt. Es ist also durchaus denkbar, dass auch die Langfristrenditen noch längere Zeit nicht steigen. Dennoch bleiben wir dabei, dass die Inflation ihren Tiefpunkt im März erreicht hat, und erwarten von jetzt an eine steigende Teuerung. Wir gehen davon aus, dass **die Zinsstrukturkurve für Bundesanleihen in 2014 steiler wird.**³

Die Peripherieländerspreads verengen sich weiter. Griechenlands erfolgreiche Rückkehr an den Kapitalmarkt (fünfjährige syndizierte Anleihe, 3 Mrd. EUR Volumen) und negative Realrenditen kurzlaufender italienischer Linker (ähnlich wie in Länder mit besseren Ratings) verdeutlichen die immense Nachfrage nach Rendite – und das, obwohl Anleger und Geldpolitik sorgloser werden. Aber solange kein unmittelbarer Einbruch droht ist es teuer, die Portfoliorisiken zu senken.

Unternehmensanleihen stehen weiter auf solidem Fundament und das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage bleibt günstig – sowohl für amerikanische als auch für Euro-denominierte Investmentgrade-Anleihen.⁴ Dennoch stehen die Renditen unter enormem Druck und die Spreads verengen sich weiter, so dass die Erträge insgesamt in diesem Jahr geringer ausfallen werden als in den letzten zwei Jahren. Es wird daher immer wichtiger, die richtige Balance zwischen Spread- und Durationsrisiko zu finden, da steigende Zinsen die dünnen Renditen weiter aushöhlen. Vorerst halten Zentralbanken die Langfristrenditen aber niedrig, so dass die Erträge attraktiv bleiben. Allerdings haben wir den Punkt erreicht, der **Investoren zwingt, eine geringere Kreditqualität zu akzeptieren. Das ist aber nur für Anleger mit der entsprechenden Risikobereitschaft geeignet.** Letztlich sind wir nicht die Einzigen, die in diesem Jahr deutlich niedrigere Erträge erwarten.

Aktien: Kurs halten und auf Europa setzen

Angesichts der moderaten Erholung erwarten wir nicht, dass das Umsatzwachstum einen wesentlichen Einfluss auf die **Unternehmensgewinne im Euroraum** haben wird. Allerdings bleiben wir dabei, dass das Erholungspotenzial der Margen beträchtlich ist. Denn sie sind gegenwärtig so niedrig, dass der Abstand zu den USA der größte seit 20 Jahren ist. Wir erwarten einen Anstieg der Gewinnmargen um 4-4,5% in diesem Jahr. Aufgrund der hohen Fixkosten europäischen Unternehmen erwarten wir einen Gewinnanstieg um 10-15% in diesem Jahr – im krassen Gegensatz zu dem Rückgang im vorigen Jahr. Bei Small Caps ist noch mehr zu erwarten, da ihr Fixkostenanteil noch höher ist.

Umgekehrt dürfte die **Gewinnentwicklung in den USA dem Umsatzwachstum entsprechen.** Die Knappheiten am Arbeitsmarkt dürften die Löhne steigen lassen, was weiter steigende Margen und Gewinne begrenzt.

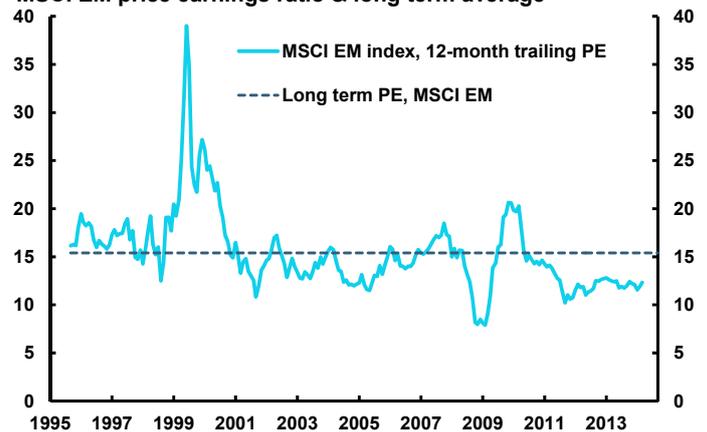
Daher **empfehlen wir, überwiegend im Euroraum und dort insbesondere in Small Caps anzulegen, zu Lasten amerikanischer Large Caps.**

Zwei entgegengesetzte Kräfte wirken in den Schwellenländern. Auf der einen Seite sind die Bewertungen attraktiv, sowohl absolut (Abbildung 6) als auch relativ zu den Industrieländern. Auf der anderen Seite sind die Gewinne niedrig. Sowohl die Margen als auch das Umsatzwachstum enttäuschen, und die Analysten revidieren ihre Gewinnerwartungen weiter nach unten. Folglich **bleiben wir neutral positioniert.**

Abbildung 5

Die Emerging Markets sind billig

MSCI EM price earnings ratio & long term average



Quellen: Datastream und AXA IM Research

Bei japanischen Aktien bleiben wir vorsichtig. Wie schon geschrieben, ist die Hälfte des Weges aus der Deflation im letzten Jahr zurückgelegt worden. Die schwierigere Hälfte liegt aber noch vor uns. Wir warten lieber auf die Ergebnisse der Tarifverhandlungen im Mai, bevor wir zu Japan eine aktivere Position einnehmen.

³ Vgl. Signori, O.: "US Yield curve: a change on the horizon", AXA IM Research, 27. Februar 2014.

⁴ Vgl. Cairns, M. & Signori, O.: "Credit spreads tight, be selective", AXA IM Research, 30. April 2014.

AXA IM Research gibt es auch online: <http://www.axa-im.com/en/research>

Oder nutzen Sie unsere neue App



Erhältlich bei:



WICHTIGE HINWEISE

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 Marktstatistikanalyseunternehmen 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.