

Houseview

Aktienmarktausblick

Nichts für Zaghafte aber doch ein guter Monatsanfang

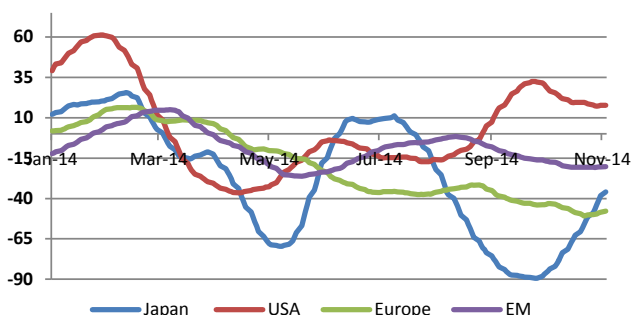
Wir rechnen mit mehr Volatilität und Nervosität rund um die Veröffentlichung wichtiger Wirtschaftsdaten und Zentralbanksitzungen

Von Patrick Moonen, Senior Strategie Multi-Asset

Im Oktober gingen die Aktienmärkte auf Achterbahnfahrt und notierten am Monatsende etwa dort, wo sie schon am Monatsanfang gestanden hatten. In Euro kletterten die Kurse um 1,5%, wozu eine kräftige Rallye in der Schlusswoche beitrug. Zunächst brachen die Kurse ein, weil die Anleger nach einem pessimistischen IWF-Bericht und diversen enttäuschenden Daten Befürchtungen in Bezug auf den Wachstumsausblick für die Weltwirtschaft hegten. Auch die Berichtssaison wurde mit beträchtlicher Skepsis zur Kenntnis genommen. Und die Anleger hatten sich zu Monatsbeginn bullish positioniert.

Letztendlich erwiesen sich die Befürchtungen größtenteils als unbegründet. Die makroökonomischen Daten waren besser als erwartet, wie die Überraschungsindikatoren für Wirtschaftsdaten zeigen. Der deutliche Rückgang der Ölpreise (-25% im bisherigen Jahresverlauf) wirkt ähnlich wie eine Steuersenkung und dürfte die Weltwirtschaft beleben.

Überraschungsindikatoren für Wirtschaftsdaten



Quelle: Datastream, INGIM (November 2014)

Auch die Gewinne übertrafen die Erwartungen. In den USA schnitten drei Viertel der Unternehmen besser als erwartet ab. Im Durchschnitt verzeichneten die Unternehmen, die ihre Zahlen bisher veröffentlicht haben, einen Anstieg des Gewinns pro Aktie um 9,7%. Die Schätzungen für das gesamte dritte Quartal wurden von 4,8% zu Beginn der Berichtssaison auf 8% Ende Oktober angehoben. Nicht nur die Gewinne pro Aktie, sondern auch die Umsätze fielen besser als erwartet aus; 54% der Unternehmen übertrafen die Umsatzprognosen. Dies spricht insofern für die Qualität der Gewinne, als diese nicht nur auf Kostensenkungen und Aktienrückkäufe zurückzuführen sind. Von ebenso großer Bedeutung ist die Tatsache, dass die Unternehmensprognosen auf das höchste Niveau seit Dezember 2010 angehoben wurden. Auch in Europa entwickelt sich die Berichtssaison günstig; die Gewinne übertreffen die Erwartungen um 2,3%.

In Europa sollte sich das Gewinnwachstum dank des stärkeren USD, der niedrigen Ölpreise und der niedrigen Zinsen beschleunigen, da dies zu höheren Unternehmensmargen führen sollte. Europäische Unternehmen verfügen über eine hohe operative Leverage, was sie für Veränderungen des Umsatzwachstums anfällig macht. Wir rechnen gleichzeitig mit einer Abflachung des US-Gewinnwachstums. Die Margen haben ein Rekordniveau erreicht, und der starke USD könnte die Wettbewerbsfähigkeit der US-Unternehmen allmählich dämpfen und die Gewinne durch negative Wechselkurseffekte verringern.

Angesichts der Divergenz der Wachstumsraten zwischen den USA und dem Rest der Welt scheinen die Chancen auf höhere Gewinne für auf die US-Binnenwirtschaft ausgerichtete US-Unternehmen sowie für europäische bzw. japanische Exportunternehmen am größten zu sein.

Wir haben unsere Gewinnprognosen aktualisiert und mit den IBES-Bottom-Up-Prognosen verglichen. Als Risikofaktor für den Aktienmarkt ist eine Verlangsamung des US-Gewinnwachstums anzusehen. In den USA hängen die Aktienkurse vor allem von der Gewinnentwicklung ab. Die US-Gewinne dürften durch höhere effektive Steuersätze (striktere Vorschriften bei der Besteuerung von im Ausland ansässigen Unternehmen) und geringere Vorteile durch ein niedriges Zinsniveau in Mitleidenschaft gezogen werden. Dieses Risiko dürfte sich 2015 erhöhen. Bei den Bewertungen sehen wir wenig Spielraum, zumal die Federal Reserve ihre Politik allmählich strafft. Dies könnte zu höherer Volatilität führen.

2014/2015 Earnings estimates				
	I/B/E/S 2014	I/B/E/S 2015	ING IM 2014	ING IM 2015
United States	7,8%	11,2%	6,0%	7,0%
Europe	5,9%	12,9%	5,0%	11,0%
Japan	17,7%	11,6%	13,0%	12,0%

Quelle: INGIM (November 2014)

Der Oscar für die größte Überraschung im Oktober geht jedoch an die Bank of Japan. Dass die BoJ ankündigte, das Volumen der Käufe von japanischen Staatsanleihen im Rahmen der QQE von 60 – 70 auf 80 Billionen JPY zu erhöhen und das 7-10-jährige Segment einzubeziehen, das Volumen des ETF-Programms auf 3 Billionen JPY zu verdreifachen und das Volumen des REIT-Programms auf 90 Milliarden JPY zu erhöhen, überraschte die Anleger nicht so sehr inhaltlich als in Bezug auf den Zeitpunkt. Zugleich wurde neue Investitionsstrategie des GPIF (AuM: 130 Billionen JPY) bekanntgegeben. Der Fonds wird von inländischen Anleihen in inländische Aktien sowie ausländische Anleihen und Aktien umschichten.

Mit diesen Maßnahmen kompensiert die BoJ den letzten Tapering-Schritt der US-Federal Reserve im Umfang von 15 Milliarden USD weitgehend. Die Maßnahmen der EZB verblassen dagegen, sollten aber nicht außer Acht gelassen werden. Durch eine QE mit Papieren aus dem privaten Sektor und ein weiteres TLTRO im Dezember wird die EZB-Bilanz verlängert. **In unserem Basisszenario gehen wir von einer umfassenden QE der EZB aus. Da im Rat jedoch keine Einigkeit herrscht, ist unklar, wann es tatsächlich so weit ist. Die Auffassung, dass keine QE mit Staatsanleihen durchgeführt werden sollte, wird häufig mit der Sorge, es könne zu „Moral Hazard“ kommen, sowie mit Unbehagen darüber, dass die EZB Kreditrisiken übernehmen könne, begründet. Letztendlich dürfte die EZB durch eine Eintrübung des wirtschaftlichen Umfelds zum Handeln gezwungen werden. Die Wirtschaft im Euroraum ist bereits wegen anhaltender struktureller Ungleichgewichte anfällig, die ihre Widerstandsfähigkeit gegen Schocks verringern. Anders ausgedrückt: Die globale Geldpolitik bleibt bei sich moderat verbessernden Makrodaten und höher als erwarteten Gewinnen locker.**

Auf den ersten Blick kann ein solches Umfeld nicht negativ für Aktien sein. Unseres Erachtens sind die Bedingungen für einen Aktienkursanstieg weiterhin gegeben, der allerdings nicht so eindeutig ausfallen und sich stärker auf einzelne Papiere konzentrieren könnte. Dabei hängt viel von den divergierenden wirtschaftlichen und geldpolitischen Trends ab. **Wir rechnen mit mehr Volatilität und Nervosität rund um die Veröffentlichung wichtiger Wirtschaftsdaten und Zentralbank-sitzungen.**

Sektor Allokation

Derzeitige Positionierung und Veränderungen

Equity sector allocation		
	Score	Changes
Sectors		
Energy	0,0	
Materials	-1,0	
Industrials	0,0	
Consumer Discretionary	1,0	
Consumer Staples	-2,0	
Healthcare	0,0	
Financials	2,0	1,0
Technology	1,0	
Telecom	-1,0	
Utilities	0,0	

Quelle: INGIM (November 2014)

Die nachfolgende Tabelle enthält die Scores aller Sektoren in Bezug auf vier Variablen: Fundamentaldaten für die Gewinne, Bewertung, Kursdynamik und Investorpositionierung. Die letzte Spalte enthält den globalen Score. Bei niedrigen Werten ist ein Sektor attraktiv. Der Finanz- und der IT-Sektor schneiden gut ab, Grundbedarfsgüter und Rohstoffe dagegen vergleichsweise schlecht.

Scorecard Global Sectors					
SECTOR	FUNDAMENTAL DRIVERS		MARKET DYNAMICS		GLOBAL
	EARNINGS	VALUATION	MOMENTUM	POSITIONING	
Financials	7	3	4	1	15
Staples	9	9	3	6	27
Consumer Discr.	5	6	7	1	19
Telecom	8	4	5	6	23
Utilities	2	5	5	6	18
Materials	6	2	10	9	27
Industrials	3	7	8	3	21
Health Care	4	10	1	3	18
Technology	1	8	2	3	14
Energy	10	1	9	9	29

Quelle: INGIM (November 2014)

Finanzsektor (+2):

- + EZB-Politik begrenzt systemische Risiken
- + Stärkeres US-Kreditwachstum und Verbesserung am Immobilienmarkt
- + Stärkeres Kreditwachstum im Euroraum
- + Auswirkungen des AQR auf die Risikoprämie
- Risiken in Bezug auf rechtliche Auseinandersetzungen führen zu Bewertungsabschlägen

Grundbedarfsgüter (-2):

- Sektor ist mit einem nachlaufenden KGV von 20X teuer
- = Beträchtliches (in-)direktes Engagement in Schwellenländern
- Gewinnerwartungen zu optimistisch
- + Stabile Dividendenausschüttungen

Diskretionäre Konsumgüter (+1):

- + Austeritätspolitik in Industrieländern klingt ab
- + Positive Vermögenseffekte in den USA
- Schwäche der Einzelhandelsumsätze und -gewinne
- Anfälligkeit für Lage in Schwellenländern, vor allem bei Luxusgütern

Telekommunikation (-1):

- = Dividendenrenditen wirken stützend, sind aber nicht unbedingt sicher
- Gewinnausblick ist schwach. Negatives Wachstum zu erwarten.
- Anfällig für staatliche Eingriffe in Form höherer Steuern und neuer Wettbewerber am Mobilfunkmarkt
- = Restrukturierungspotenzial (Abspaltung des Netzwerks in REITs)

Versorger (0):

- Dividenden wegen hoher Verschuldung, hoher Ausschüttungsquoten und hohen Investitionsbedarfs zweifelhaft
- = Hohe Anfälligkeit für Zinsentwicklung
- + Stark unterrepräsentiert
- = Profitiert von Suche nach Renditen
- Risiko höherer Steuern, stärkerer Regulierung

Grundstoffe (-1):

- Schwächere Daten aus China
- Niedrigere Preise für Industrierohstoffe
- Marktdynamik
- = Diszipliniertere Investitionstätigkeit stärkt freien Cashflow

Industrie (0):

- + Höhere geplante Investitionen
- + Hoher aufgestauter Investitionsbedarf
- + Gute Bilanzsituation
- = Abhängig vom Wachstum der Schwellenländer
- Z.T. abhängig von Rohstoffpreisen (geringere Investitionspläne von Bergbau- und Ölkonzernen)

Gesundheitswesen (0):

- + Sektor weist sehr starke Bilanzen und sichere Dividendenrenditen auf
- + Markteinführung neuer Produkte
- = Teuerster Sektor mit nachlaufendem KGV von 24X
- Anfällig für Sparmaßnahmen
- Engagement in Schwellenländern
- + Gute Marktdynamik

Technologie (+1)

- + Solide Bilanzen, häufig Nettobarbestände
- = Könnte durch höhere Unternehmensinvestitionen in IT (Ersatz, Fokus auf Produktivität) zulegen, wenn das Unternehmensvertrauen wieder steigt
- + Höhere Fusions- und Übernahmeaktivität und Rückkäufe

Energie (0):

- + Bewertungen mit nachlaufendem KGV von 14X günstig
- + Solide Bilanzen
- + Gute Ergebnisse der großen Ölkonzerne
- + Sichere Dividenden dank guter Rentabilität und geringer Ausschüttungsquote
- Marktdynamik
- Ölpreisrückgang

Rechtlicher Hinweis:

Der Inhalt dieses Dokuments wurde mit gebührender Sorgfalt zusammengestellt. Eine Garantie, ob ausdrücklich oder stillschweigend, für die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Angaben kann jedoch nicht übernommen werden. Die hierin enthaltenen Informationen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder ING Investment Management (Europe) B.V. noch ein anderes Mitglied der ING-Gruppe bzw. seine Vorstandsmitglieder, leitenden Angestellten oder Mitarbeiter haften in gleich welcher Weise für die hierin enthaltenen Informationen oder Empfehlungen. Wir übernehmen keinerlei Haftung für etwaige Schäden oder Verluste, die durch Nutzung dieses Dokuments entstehen bzw. dadurch, dass Entscheidungen auf die hierin enthaltenen Informationen gestützt werden. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Der Wert Ihrer Anlage kann steigen oder fallen; eine vergangenheitsbezogene Performancebetrachtung ist kein Garant für zukünftige Anlageergebnisse. Dieses Dokument und die hierin enthaltenen Angaben dürfen ohne unsere schriftliche Einwilligung weder vervielfältigt, reproduziert oder an andere Personen weitergegeben werden. Für alle Ansprüche im Zusammenhang mit diesem Haftungsausschluss ist niederländisches Recht maßgeblich.