

Wirtschaftswachstum: Eine Delle, kein Einbruch

Im Überblick

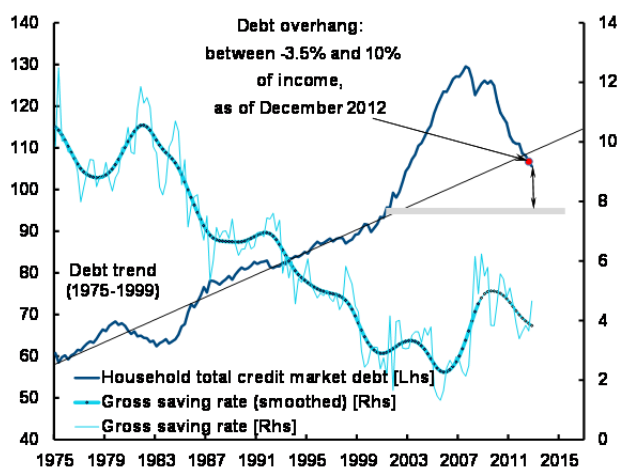
- Die jüngsten Konjunkturdaten aus Europa und den Emerging Markets waren etwas schwächer als erwartet. Wir halten dies aber nur für vorübergehend. Die niedrigeren Energiepreise und Zinsen dürften die Weltnachfrage stützen.
- Die derzeitigen Deflationsängste sind Ängste – nicht mehr und nicht weniger. Der Rohstoffpreisrückgang ist gut für die Weltwirtschaft.
- Auch wenn sich die Fed offiziell alle Möglichkeiten offenhält, erwarten wir noch immer ein allmähliches Ende des Quantitative Easing im Herbst. Die EZB hat den Hauptrefinanzierungssatz gesenkt und schließt auch einen negativen Einlagesatz nicht aus.
- All dies dürfte der Weltwirtschaft helfen, die Konjunkturdelle zu überwinden. Wir bleiben daher bei unserer positiven Aktienmarkteinschätzung, auch wenn der Gegenwind stärker wird. Zurückhaltend bleiben wir bei Anleihen, die als sichere Häfen gelten, und bevorzugen stattdessen High Yield.

von

Franz WENZEL und
dem Research- und Strategieteam

Abbildung 1
USA: Schuldenabbau der Privathaushalte weit fortgeschritten

US Households' balance sheet, in % of disposable income



Quellen: Datastream, AXA IM Research

Die Welt ist schon seltsam. Im letzten Monat waren die Konjunkturdaten durchweg schwach, aber die Aktienmärkte sind enorm gestiegen und liegen seit Jahresbeginn um 14% im Plus.

Konjunkturdelle

Kein Zweifel besteht daran, dass die Weltwirtschaft wie erwartet nachgegeben hat. Vor allem die Zahlen aus Europa und den Emerging Markets waren schlecht, und es kann sein, dass unsere Wachstumserwartungen für das 2. Quartal nicht erreicht werden. Mit einem Minus von 0,7% im Februar **hat vor allem der Außenhandel nicht überzeugt**; im Januar war er den revidierten Daten zufolge noch um 1,5% gewachsen. Auch der zuverlässigere Dreimonatsvergleich zeigt ein ähnliches Profil, einen Rückgang von 0,9 auf 0,2%.

Hinzu kam ein weiterer **Rückgang der immer sehr aktuellen Daten aus dem verarbeitenden Gewerbe**. Weltweit dürfte die Industrieproduktion nicht mehr so stark steigen, allerdings mit Ausnahme von Japan.

Dennoch sollten wir uns vor zu viel Pessimismus hüten. **Drei Dinge sprechen dafür, dass wir es lediglich mit einer vorübergehenden Konjunkturdelle und nicht mit einem echten Abschwung zu tun haben.**

Erstens: Seit dem Höchststand von 120 US-Dollar Mitte Februar gehen die Ölpreise zurück. Heute ist Rohöl etwa 10% billiger als im Durchschnitt der zweiten Jahreshälfte 2012.

Zweitens: Weltweit sind die **Zinsen** heute niedriger als zu Jahresbeginn. Aufgrund der jetzt schon lange sehr niedrigen Zinsen sind die Wirkungen zwar begrenzt, doch sorgen die sehr günstigen Kreditbedingungen für Unternehmen zweifellos für Rückenwind.

Drittens: Die **Lohnstückkosten**, deren Anstieg die Industrie in der Regel in Schwierigkeiten bringt, sind unter Kontrolle. In den meisten Industrieländern liegen sie noch immer unter ihrem Langfristtrend.

Ausgewogenere Statements der Fed

Im 1. Quartal blieb der Konsum stabil, doch wie schon im letzten Quartal des Vorjahres bremsen die staatlichen Sparprogramme die Konjunktur, insbesondere die geringeren Militärausgaben aufgrund des allmählichen Auslaufens mehrerer Auslandseinsätze. Daran dürfte sich im 2. Quartal nichts ändern, und dann werden auch noch die Ausgabenkürzungen durch den Sequester hinzukommen. Außerdem rechnen wir noch immer

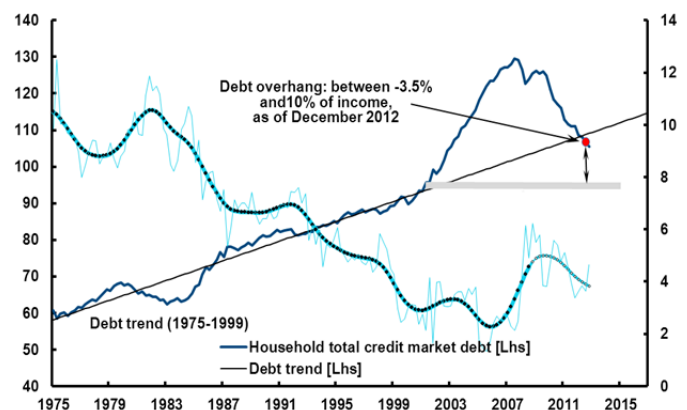
damit, dass der Konsum auf die Steuererhöhungen im Januar reagiert, auch wenn bislang vor allem die Sparquote zurückgegangen ist.

Dennoch bleiben die Fundamentaldaten gut. Höhere Aktienkurse und Immobilienpreise stabilisieren die amerikanischen Haushaltsfinanzen und erleichtern den bereits weit fortgeschrittenen Schuldenabbau. Die Schuldenstandsquote der Haushalte entspricht wieder ihrem Langfristdurchschnitt und dürfte – ohne Undershooting – Mitte bis Ende 2014 wieder ähnlich hoch sein wie vor der Bubble (*Abbildung 1*).

Abbildung 1

USA: Schuldenabbau der Privathaushalte weit fortgeschritten

US Households' balance sheet, in % of disposable income



Quellen: Datastream, AXA IM Research

Seit vielen Monaten rechnen wir schon damit, dass die Fed ihre Wertpapierkäufe, mit denen sie im September begonnen hat, allmählich zurückfährt. Im März stellten viele Mitglieder des Offenmarktausschusses in Aussicht, dass es im Sommer so weit sei. Wir haben dies zwar registriert, unsere Prognose aber dennoch nicht geändert. In den letzten 14 Tagen war aus den Äußerungen der Fed dann eher die Sorge wegen einer möglicherweise zu niedrigen Inflation herauszuhören, was eher für eine Verlängerung des Quantitative Easing spricht. Im offiziellen Kommuniqué nach der Offenmarktausschusssitzung war dann eine ähnliche Botschaft enthalten. Doch ohne einen großen Einbruch der US- oder der Weltkonjunktur im 2. Quartal sehen wir darin bestenfalls ein Risiko – aber keinen Grund, unser Hauptszenario zu ändern.

Die EZB greift ein. Wer auch sonst?

Im Euroraum sind die Konjunkturdaten nach wie vor eher schwach. Die ersten Geschäftsklimaumfragen für das 2. Quartal zeigten keinerlei Fort-

schritt, und in Deutschland gingen die Indizes sogar zurück. Den harten Fakten zufolge ist die Dynamik aber gar nicht so schlecht: Die ersten Schätzungen des BIP im 1. Quartal deuten auf ein Wachstum in Deutschland und den Niederlanden hin. In Spanien ging das BIP zwar um 0,5% zurück; doch ist die Binnenkonjunktur aufgrund der Mehrwertsteuererhöhung im letzten September noch immer sehr schwach. Alles in allem halten wir es trotz des bereits sehr pessimistischen Hautszenarios insgesamt für denkbar, dass unsere Prognosen nicht erreicht werden.

Die EZB hat die jüngste Konjunkturschwäche erkannt und gehandelt, indem sie den Leitzins um 25 Basispunkte gesenkt hat. EZB-Präsident Draghi hat weitere Zinssenkungen keinesfalls ausgeschlossen und erwähnt, dass er auch einen negativen Einlagenzins für denkbar hält. Dies ist unserer Ansicht nach eine sehr mutige Aussage. Sie zeigt klar, dass **die EZB noch sehr viel mehr tun wird, wenn die Konjunktur weiter nachgibt.**

Unterdessen ist es Italien endlich gelungen, mit der Wiederwahl von Präsident Napolitano und der anschließenden Bildung einer großen Koalition unter Führung von Enrico Letta von der PD das Patt zu überwinden. Wir halten dies für positiv, da (1) die Regierung Fortschritte bei der Wahlrechtsform machen wird und (2) die kurzfristige Unsicherheit nachgelassen hat. Neuwahlen werden jetzt wohl frühestens 2014 stattfinden.

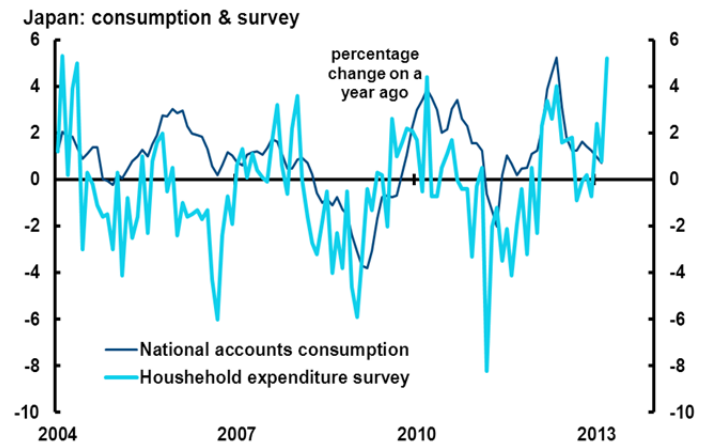
Besorgniserregender ist da schon die allgemeine Unzufriedenheit mit den Sparprogrammen in Europa. Spanien, Portugal, Frankreich und die Niederlande haben ihre Defizitziele für 2013/2014 massiv angehoben. Besonders wichtig sind die für den 29. Mai erwartete Reaktion der Europäischen Kommission und die Ergebnisse der Ratsitzung am 27. Juni. Bislang scheint es, als würden die Märkte vorübergehend höhere Defizitziele tolerieren, aber frei von Risiken ist eine solche Politik nicht.

Die japanischen Verbraucher müssen helfen

Trotz der Yen-Abwertung spricht bislang nur wenig für eine Erholung der **japanischen Exporte**. Die jüngsten Zahlen zeigen aber, dass die Binnenkonjunktur etwas stärker ist als wir vermutet hatten. Es wird immer wahrscheinlicher, dass unsere Wachstumsprognose von 0,8% für das Jahr 2013 übertroffen wird, denn die Haushaltsbefragungen sprechen für eine stabilere Konsumnachfrage (Abbildung 2).

Abbildung 2

Japan: Haushaltsbefragungen sprechen für eine stabilere Konsumnachfrage



Quellen: Datastream, AXA IM Research

Der Kampf der japanischen Notenbank gegen die Deflation hält an. Sie hat jetzt einige kleinere Änderungen an ihrem Quantitative-Easing-Programm vorgenommen; an die Stelle der zunächst geplanten sechs großen Interventionsrunden sind jetzt acht kleinere getreten – in der Hoffnung, damit die Volatilität am japanischen Staatsanleihemarkt zu dämpfen. Außerdem wurden erstmals seit Kurodas Amtsantritt Konjunkturprognosen veröffentlicht. Für das Fiskaljahr 2014 wird nun (bereinigt um die Auswirkungen der anstehenden Mehrwertsteuererhöhung) eine Inflation von 1,4% in Aussicht gestellt. Für das Fiskaljahr 2015 werden 1,9% erwartet.

Die Konjunkturdaten aus **China bestätigen uns in der Einschätzung**, dass die Erholung der Weltkonjunktur nicht frei von Rückschlägen sein wird. Die Exportnachfrage ist zurückgegangen, was nahelegt, dass der Welthandel etwas an Dynamik verliert.

Dennoch rechnen wir nicht mit einer weiteren Verschlechterung. Das schwache Wachstum im 1. Quartal könnte zum Anlass genommen werden, die Konjunkturpolitik etwas anzupassen und das Wachstumsprofil zu glätten. Die Preise für Industriegüter scheinen sich stabilisiert zu haben. Dies und die wirtschaftspolitische (insbesondere fiskalpolitische) Reaktion auf das schwächere Wachstum könnten in den restlichen Monaten des 2. Quartals für eine Stimmungsverbesserung sorgen. Da wir mit einem leichten Anstieg der Infrastruktur- und Bauinvestitionen rechnen, könnte das Wirtschaftswachstum auch im 2. Quartal annualisiert etwa 7,8% betragen.

Konsequenzen für Anleger: Tauziehen zwischen Liquidität und Konjunktur

Eigentlich ist alles beim Alten geblieben. Die schwächeren Konjunkturdaten auf der einen und die reichlich vorhandene Liquidität auf der anderen Seite kämpfen um die Vorherrschaft. Die Konsenserwartungen beruhen auf einer sehr simplen Annahme: Die schwache Konjunktur führt zu einer weiteren Lockerung der Geldpolitik.

Tatsächlich hat die Liquidität unsere Empfehlungen für die Asset-Allokation maßgeblich beeinflusst, und daran dürfte sich zumindest kurzfristig auch nichts ändern. Dennoch glauben wir, dass in Zukunft andere Faktoren wichtiger werden, zumindest etwas. Lassen Sie uns eines klar sagen: Wir bleiben davon überzeugt, dass sich die **Wirtschaft am Ende erholt. Unsere strategischen Argumente für Aktien gelten weiter.**

Noch aber sind das Wachstum und damit auch die Unternehmensgewinne schwach und werden meist herunterrevidiert. Es gibt noch keine Anzeichen für eine rasche Änderung. Das größte Risiko ist deshalb, dass die Schwäche endemisch wird; dies hätte ein deutlich schlechteres 2. Quartal zur Folge und könnte unter Umständen sogar dazu führen, dass sich die Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte nicht wie erwartet erholt.

Hinzu kommt, dass die Geldpolitik, so sehr sie die Konjunktur zurzeit auch stützt, vor immer größeren Herausforderungen steht. **Wir bleiben dabei, dass die Fed ihr Quantitative Easing im weiteren Verlauf des Jahres allmählich zurückfährt.** Angesichts der Bedeutung der Liquidität für die amerikanische Notenbank ist dies eine substantielle Änderung.

Last but not least erscheinen die internationalen Aktienmärkte allmählich teuer. Zwar entspricht ein KGV von 16 für den MSCI World auf Basis der Vergangenheitsgewinne etwa dem historischen Durchschnitt, doch halten wir diesen Durchschnitt für irreführend. In Zeiten größerer Unsicherheit verlangen die Investoren nach günstigeren Bewertungen, um für den Fall schlechter Nachrichten einen Puffer zu haben.

Der größte Unterschied zu den Vorjahren ist allerdings, dass die systemischen Risiken für die Marktteilnehmer keine so große Rolle mehr spielen. Danke, Mario Draghi!

Trotz des stärkeren Gegenwinds für Aktien bleiben wir dabei, **dass die Liquidität die Märkte auch in Zukunft bestimmt und setzen deshalb weiter auf eine Übergewichtung von Aktien.** Dennoch sollte man die Risiken eines Übergangs

von einem liquiditätsgetriebenen zu einem **konjunkturgetriebenen Markt nicht unterschätzen.** Wir raten daher, wie schon seit einigen Monaten, weiter zu einer Verlustabsicherung.

Renten: Auf weniger Quantitative Easing vorbereiten

Wir bleiben dabei, dass das allmähliche Ende des Quantitative Easing der entscheidende Faktor für die Renditeentwicklung in den USA sein wird. Auch wenn sich die Fed alle Möglichkeiten offengehalten hat, meinen wir, dass sich die Investoren auf eine Rückführung der Wertpapierkäufe in der zweiten Jahreshälfte 2013 vorbereiten sollten. Wir bleiben dabei, dass die amerikanischen Zehnjahresrenditen zum Jahresende über 2% liegen werden.¹

Blicken wir aber noch etwas über das Jahresende hinaus: Wir glauben, dass der Boden für höhere Anleiherenditen bereitet ist. Die etwas stärkeren Konjunkturdaten – im 4. Quartal 2012 war das BIP 3,2% höher als ein Jahr zuvor – sprechen klar für eine Wachstumsbeschleunigung zum Jahresende. Dies bestätigt uns darin, dass das Quantitative Easing in der ersten Hälfte des neuen Jahres beendet werden könnte. Die Langfristrenditen würden dann wohl eher auf 2¾% steigen.

Anders sieht es hingegen im Euroraum aus. Erstens lassen die Konjunkturdaten nach, auch in Deutschland, wo die Exporteure allmählich die Auswirkungen des schwächeren Yen und der weniger guten Konjunktur in den Nachbarländern spüren. Zweitens beginnen die Japaner, im Ausland zu investieren. Zugegeben: Bislang beschränken sich die Käufe japanischer Investoren ausschließlich auf deutsche Bundesanleihen, französische OATs und andere nordeuropäische Titel; die Renditen in den Kernländern werden deshalb wohl recht niedrig bleiben. Zwar fehlen bislang Hinweise auf ein Interesse japanischer Investoren an den südeuropäischen Peripherieländern, doch dürfte das mit den Käufen verbundene Crowding-out auch ihnen nützen.

Wir geben zu, dass es der japanischen Notenbank gelungen ist, die langfristigen Inflationserwartungen steigen zu lassen. Noch sicherer sind wir uns aber, dass die Staatsanleiherenditen noch mindestens ein Jahr lang auf ihrem derzeit extrem niedrigen Niveau bleiben.

¹ Vgl. Spotlight „[Expect US long-term rates to rise – moderately](#)“, Ombretta Signori, 14. März 2013

Alles in allem **halten wir an unserer Untergewichtung internationaler Staatsanleihen fest**, wobei wir die sogenannten **sicheren Häfen untergewichten** und die **südeuropäischen Peripherieländer „neutral“ gewichten**.

Für Unternehmensanleihen war der Beginn des 2. Quartals gut. Die Spreads nahezu aller Assetklassen sind weiter zurückgegangen; die Luft ist dünner geworden. **Wir ändern daher unsere Allokation im High-Yield-Segment und führen die Gewichtung europäischer High-Yield-Anleihen auf neutral zurück.** Trotz des leichten Anstiegs der Ausfallquoten sehen wir keine Bedrohung für den Gesamtmarkt. Die Ausfallquoten liegen noch immer deutlich unter dem Vergangenheitsdurchschnitt, da die Unternehmen weiterhin rentabel sind. Im Basisszenario von Moody's steigt die europäische Ausfallquote bis Ende 2013 auf 4,0% und liegt damit noch immer unter dem Vergangenheitsdurchschnitt von 4,7%.

Wiederwahl von Präsident Napolitano die Risikoprämien zurückgehen lässt. Dennoch sprechen die jüngsten Konjunkturdaten für einen unerwartet starken Wachstumsrückgang, der zu Vorsicht mahnt – zumal die finanziellen und politischen Unsicherheiten vor den Bundestagswahlen in Deutschland hoch bleiben. **Wir behalten deshalb unsere zurückhaltende Einschätzung des Euroraums bei und raten dazu, die Gewichtung deutscher Aktien auf neutral zurückzufahren.** Die Kombination aus abnehmenden Risikoprämien und unerwartet schwachen internationalen Konjunkturdaten spricht keinesfalls für eine überdurchschnittliche Wertentwicklung deutscher Titel, und die Abwertung des Euro gegenüber dem Yen macht die Lage für deutsche Exporteure nur noch schwieriger. **Negativ schätzen wir Frankreich ein**, denn wir sind davon überzeugt, dass die schlechten Fundamentaldaten der französischen Unternehmen sich früher oder später auch in den Aktienkursen niederschlagen werden.

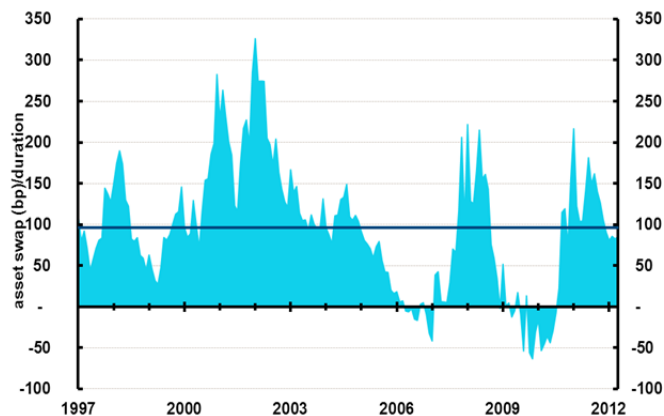
Übergewichtet bleiben wir unterdessen in der Schweiz. Das aktuelle Konjunkturmilieu spricht noch immer eher für defensive als für zyklische Titel. Aus dem gleichen Grund setzen wir trotz hoher Bewertungen auch weiterhin auf eine **neutrale Gewichtung der USA.** Die Fundamentaldaten sind noch immer ausreichend stabil, was sich etwa darin zeigt, dass 73% der Unternehmen in der aktuellen Berichtssaison die Konsenserwartungen übertroffen haben.

Trotz der guten Wertentwicklung seit Jahresbeginn **überzeugt uns der japanische Markt nach wie vor am meisten.** Die Analysten revidieren ihre Gewinnerwartungen noch immer stark nach oben und berücksichtigen zunehmend auch die Auswirkungen der Yen-Abwertung auf die Gewinnmargen und die Umsätze der Exporteure. Und trotz der starken Aktienmarktrallye sind japanische Aktien gemessen an den Gewinnerwartungen weiterhin so niedrig bewertet wie selten zuvor.

Abbildung 3

Bewertung von High Yield: Vorteil USA

European High Yield vs US High Yield (ex Financials)



Quellen: Datastream, AXA IM Research

Noch sind europäische High-Yield-Anleihen günstiger bewertet als amerikanische Titel, doch ist die Differenz zurückgegangen und liegt heute sogar unter dem Langfristdurchschnitt (Abbildung 3). Nach wie vor halten wir aber den Bewertungsvorteil nicht für groß genug, um eine neutrale Gewichtung zu rechtfertigen.

Aktien: Wir glauben an Japan

Im **Euroraum** rechnen wir damit, dass die erfolgreiche Regierungsbildung in Italien nach der

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 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.