

Februar 2015

Europa – die dunkelste Stunde ist immer die vor Sonnenaufgang

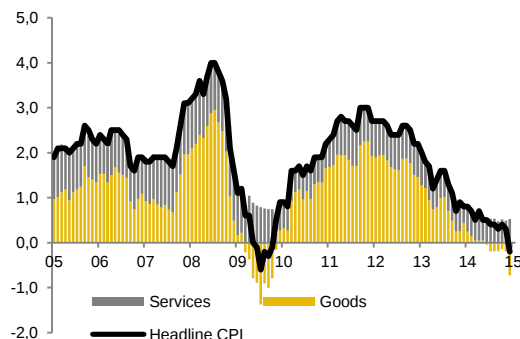
Die Europäische Zentralbank (EZB) läutet die quantitative Lockerung zu einem Zeitpunkt ein, an dem die Wirtschaft in der Eurozone den ersten Rückenwind zu spüren bekommt. Rentenfondsmanager Martin Harvey geht der Frage nach, ob es zu gewagt ist, von einer positiveren Entwicklung im Jahr 2015 zu träumen.

Im Vorjahr waren wir der Ansicht, dass die Wirtschaft in der Eurozone nicht für eine Deflation nach japanischem Vorbild bestimmt ist, solange die konjunkturelle Dynamik beibehalten wird und die EZB unverändert an ihrem Kurs festhält. Zwölf Monate später – nach einer schwachen Wirtschaftsentwicklung und einer negativen Gesamtinflation – hat sich das Pendel der Erwartungen gegen uns gedreht. Wir vertreten jedoch die Meinung, dass es Gründe für eine optimistischere Haltung in diesem Jahr gibt und dass diese wichtige Folgen für die Märkte haben werden.

2014: Spirale der Verzweiflung

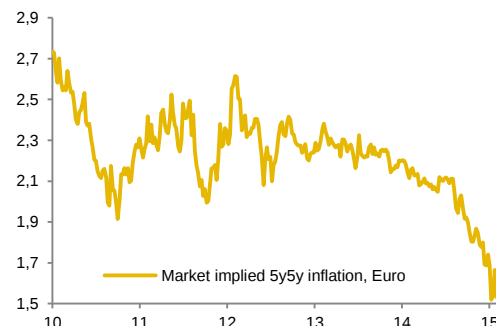
Die Gesamtinflation setzte ihren Abwärtskurs im Jahr 2014 fort, was hauptsächlich in den niedrigen Lebensmittel- und Energiepreisen begründet lag (Abbildung 1). Auch die Wachstumserwartungen wurden enttäuscht, da die Krise in der Ukraine und die rückläufige globale Nachfrage die Wirtschaftsdynamik dämpften. Deshalb überrascht es nicht, dass die Prognosen hinsichtlich des langfristigen Wachstumspotenzials deutlich nach unten korrigiert wurden und die Befürchtung verstärkten, dass die Wirtschaft in der Eurozone zu einer langen Phase der Stagnation und Deflation verdammt ist. Infolgedessen deuten die aktuellen Marktpreise darauf hin, dass die Zinsen bis zum Jahr 2023 unter 1 % bleiben werden, und dass die Inflation langfristig (Abbildung 2) voraussichtlich eher bei 1,5 % als bei 2 % liegen wird. Die Renditen 10-jähriger deutscher Staatsanleihen belaufen sich momentan auf 0,35 %. Wenn man sich jedoch von der Abwärtsspirale aus niedriger Inflation und sinkenden Zinsen löst, spricht unseres Erachtens einiges dafür, im Jahr 2015 eine positivere Haltung als bisher einzunehmen.

Abbildung 1: Inflation in der Eurozone, in % jeweils über ein Jahr hinweg



Quelle: Bloomberg, Januar 2015.

Abbildung 2: Erwartete Inflation in der Eurozone über einen Zeitraum von 5 Jahren beginnend in 5 Jahren

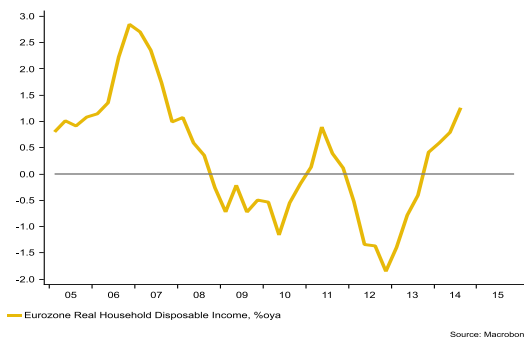


Quelle: Bloomberg, Januar 2015.

2015: Mehr Enthusiasmus, bitte!

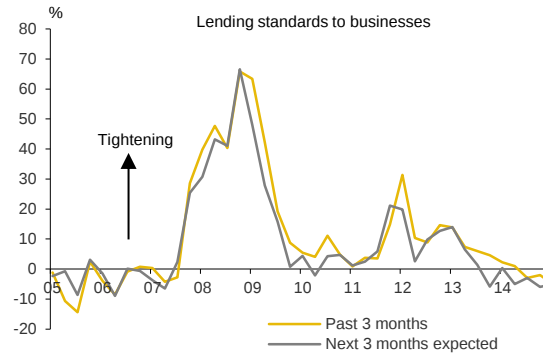
Während die Inflation aufgrund der Warenpreise (hauptsächlich Lebensmittel und Energie) zurückging, blieb die Inflation der Dienstleistungspreise (Abbildung 1) relativ stabil und legt nahe, dass vielleicht doch nicht alles verloren ist. Der in den letzten Monaten verzeichnete Einbruch bei den Energiepreisen wird die Reallöhne und somit den Konsum ankurbeln – und das zu einem Zeitpunkt, an dem das verfügbare Haushaltseinkommen bereits steigt (Abbildung 3). Nachdem das Bankensystem in den letzten 2 Jahren umstrukturiert wurde, scheinen sich die Aussichten für das Kreditwachstum zu verbessern. Dafür sprechen die neuerdings positiven Ergebnisse von Umfragen zur Kreditnachfrage und Kreditvergabe (Abbildung 4). Das Wachstum der Unternehmenskredite hat sich auf annualisierter Basis noch nicht in den positiven Bereich bewegt. Wenn sich die derzeitige Entwicklung fortsetzt, dürfte dies jedoch in den kommenden Monaten der Fall sein. Diese Dynamik dürfte die Binnennachfrage im nächsten Jahr gut stützen.

Abbildung 3: Wachstum des real verfügbaren Haushaltseinkommens



Quelle: Macrobond, September 2014.

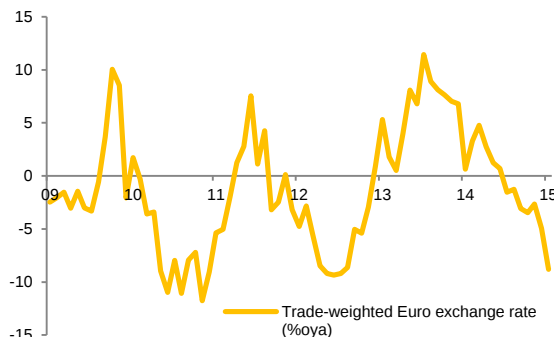
Abbildung 4: EZB-Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken, Kreditkonditionen



Quelle: Bloomberg, Dezember 2014.

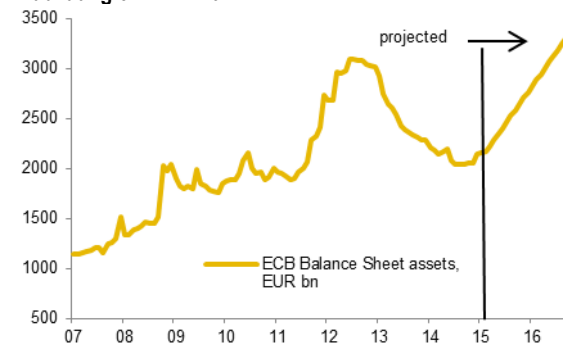
Im Hinblick auf den externen Sektor sollte die letztjährige Abwertung des Euro um 10 % (Abbildung 5) ebenso für Rückenwind sorgen. Untersuchungen zufolge wird das Exportwachstum stärker von der weltweiten Nachfrage als von Wechselkursschwankungen beeinflusst. Trotzdem ist eine Abwertung von 10 % sicherlich günstiger als die Aufwertung, die im vorhergehenden Zeitraum zu verzeichnen war. Darüber hinaus haben die jüngsten Erfahrungen in Japan gezeigt, dass eine schwächere Währung unmittelbar die Erträge von Unternehmen ankurbelt, die ihre Produkte im Ausland verkaufen – und dies ist wiederum gut für die Unternehmensgewinne. Diese inneren und äußeren Faktoren erhöhen das Potenzial für einen überraschenden Aufschwung im Jahr 2015.

Abbildung 5: Handelsgewichteter Euro, in % jeweils über ein Jahr hinweg



Quelle: Bloomberg, Januar 2015.

Abbildung 6: EZB-Bilanz



Quelle: Bloomberg, Januar 2015.

Der starke Rückgang der Inflationserwartungen hat im EZB-Rat ausreichend Ängste geschürt, um Maßnahmen zu einzuleiten, die vor wenigen Monaten noch undenkbar gewesen wären. Der Wechsel zu negativen Einlagenzinsen, die Liquiditätsspritze in Form zielgerichteter langfristiger Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO) und die Erweiterung des Kaufprogramms um Staatsanleihen (quantitative Lockerung) werden zu einer deutlichen Lockerung der Geldpolitik beitragen (Abbildung 6).

Angesichts der jetzt schon niedrigen Zinssätze ist im Hinblick auf die Effektivität dieser Maßnahmen eine weitverbreitete Skepsis festzustellen. Der aggressive Kurswechsel der EZB dürfte jedoch unmissverständlich signalisieren, dass diese ihr Inflationsziel hartnäckig verfolgt. Seit zwei Jahren schrumpft die Bilanz der EZB. Doch nun soll sie anhand von Maßnahmen, die jenen in den USA, Großbritannien und Japan ähneln, gewaltsam ausgeweitet werden (Abbildung 6). In Zeiten, in denen sich die Dynamik bereits verbessern sollte, ist dies eine sinnvolle Entwicklung. Dementsprechend haben wir unsere Prognose für das BIP in der Eurozone im Jahr 2015 von 1 % auf 1,5 % angehoben.

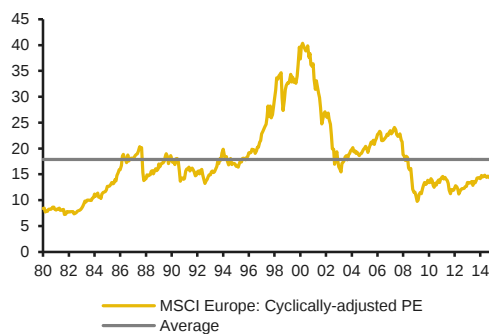
Der derzeit spürbare Rückenwind ist teilweise von relativ kurzfristiger Natur. Langfristig hängt die Verbesserung des potenziellen Wachstums in der Eurozone von strukturellen Reformen ab. Deshalb ist es erfreulich, dass die starke,

überdurchschnittliche Wirtschaftsentwicklung in Spanien im letzten Jahr teilweise auf Arbeitsmarktreformen zurückzuführen ist, die während der Krise eingeführt wurden. Im Zuge der steigenden Binnennachfrage dürfte Spanien auch im Jahr 2015 eine starke Entwicklung hinlegen. Auch unser Ausblick für Italien gestaltet sich nach und nach optimistischer. Nachdem das Land jahrelang von wirtschaftlicher Stagnation und politischem Stillstand gezeichnet war, scheint Matteo Renzi echte Fortschritte bei der Reform des Arbeitsmarktes und Wahlsystems zu verzeichnen. Auch wenn die Regierungen beider Länder bei der Realisierung eines tragfähigen Schuldenniveaus noch einen langen Weg vor sich haben, sind diese Schritte in die richtige Richtung begrüßenswert.

Politische Risiken nach wie vor hoch

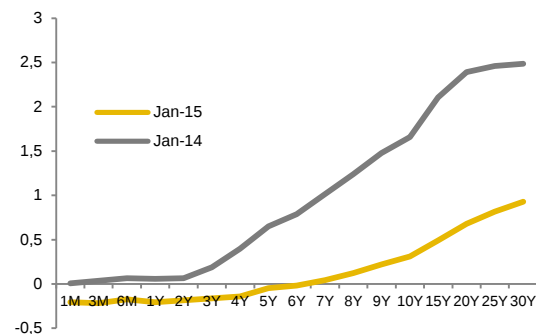
Leider müssen im Zusammenhang mit Europa immer auch die Abwärtsrisiken hervorgehoben werden, die nach wie vor beträchtlich sind, insbesondere im Hinblick auf die Politik. In vielen europäischen Ländern stehen in diesem Jahr Parlamentswahlen an, bei denen die Regierungen mit dem Aufschwung des antieuropäischen Populismus zu kämpfen haben werden. Am offensichtlichsten ist dies natürlich in Griechenland, wo die linke Syriza-Partei für ein Programm gewählt wurde, das höhere öffentliche Ausgaben vorsieht und Griechenland offenbar auf Kollisionskurs mit der EU bringt. Die Lösung dieser Situation wird sich auch auf die Wahlen in Spanien und Portugal später in diesem Jahr auswirken. Gleichzeitig werden die Aussichten auf strukturelle Reformen und eine kohärente EU-Politik durch den Aufschwung von Bewegungen gedämpft, die sich gegen die Sparpolitik richten. Auch die Spannungen mit Russland werfen einen dunklen Schatten über die Wirtschaft und werden den Unternehmen bei der Planung ihrer Investitionsvorhaben auch künftig Sorge bereiten. Eine weitere Eskalation könnte sowohl das Vertrauen der Wirtschaft als auch des Marktes beeinträchtigen. Wir werden diese Entwicklungen sehr genau beobachten, denn die politischen Risikofaktoren bergen nach wie vor ein klares Verlustrisiko.

Abbildung 7: Zyklusbereinigtes KGV



Quelle: Datastream, Dezember 2014.

Abbildung 8: Zinsstrukturkurve Deutschland



Quelle: Bloomberg, Januar 2015.

Auswirkungen auf den Markt

Ein positiverer Wirtschaftsausblick könnte wichtige Folgen für die europäischen Märkte haben.

Die Aktienbewertungen sind weiterhin attraktiv (Abbildung 7), und der Marktaufschwung Anfang 2015 deutet bereits darauf hin, dass das Vertrauen der Anleger steigt. Fusionen und Übernahmen schreiten weiter voran und die IPO-Pipeline ist zum Bersten voll, da die lockeren Finanzierungsbedingungen ein günstiges Umfeld für Transaktionen schaffen. Interessanterweise werden Small-Caps zum ersten Mal seit vielen Jahren mit einem Abschlag gegenüber Large-Caps gehandelt. Dadurch eröffnen sich Möglichkeiten für risikofreudige Anleger mit einem langfristigen Anlagehorizont.

Aufgrund der schwachen Renditen auf den Anleihemärkten lassen sich nur schwer Argumente dafür finden, dass irgendwo eine große Wertschöpfung möglich ist. Trotzdem sollten die tröstlichen Aussichten auf langfristig niedrige Zinsen und der bessere Wirtschaftsausblick Unternehmensanleihen weiter begünstigen, insbesondere am unteren Ende der Rating-Skala.

Wir sind der Ansicht, dass Staatsanleihen von Peripherieländern aufgrund der besseren Fundamentaldaten und der ausdrücklichen Unterstützung vonseiten der Zentralbank gut abschneiden dürften. Trotzdem wird die Politik auch in Zukunft das größte Risiko für Verluste bergen. Die Renditen von Anleihen der Kernländer bieten nur sehr wenig Spielraum für eine weitere Steigerung der Performance. Auch wenn die Renditen vor dem Hintergrund eines umfassenden Kaufprogramms der EZB vermutlich nicht stark ansteigen werden, hätte es negative Erträge zur Folge, wenn aufgrund des günstigeren Wirtschaftsausblicks eine Anhebung der Renditen stattfinden würde.

Folgen für Risikoanlagen

Angesichts der Aussichten für die Eurozone kann man leicht pessimistisch werden. Wir sind jedoch der Ansicht, dass die besseren Wachstumsprognosen in den nächsten Monaten einen Wandel bewirken werden. Dieser sollte sowohl in den Aktien- als auch in den Anleihemärkten der Eurozone für eine Unterstützung von Risikoanlagen sorgen.

Wichtige Informationen: Alle Daten mit Stand vom 31.01.2015. Nur zur internen Verwendung und für professionelle und/oder qualifizierte Anleger (Nutzung durch oder Weitergabe an Privatkunden verboten). Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Der Wert der Anlagen und etwaige Einkünfte daraus sind nicht garantiert und können sowohl steigen als auch fallen sowie von Wechselkursveränderungen beeinflusst werden. Ein Anleger erhält also den ursprünglich investierten Betrag unter Umständen nicht zurück. Threadneedle (Lux) ist eine Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (Société d'Investissement à Capital Variable, kurz „SICAV“ genannt), die nach dem Recht des Großherzogtums Luxemburg errichtet wurde. Die SICAV gibt an der Luxemburger Börse notierte Anteile verschiedener Klassen aus, die von ihr zurückgenommen und umgetauscht werden können. Die Verwaltungsgesellschaft der SICAV ist Threadneedle Management Luxembourg S.A., die von Threadneedle Asset Management Ltd. und/oder ausgewählten Unteranlageberatern beraten wird. Die SICAV ist in Deutschland, Finnland, Frankreich, Hongkong, Italien, Luxemburg, den Niederlanden, Österreich, Portugal, Schweden, der Schweiz, Spanien, Taiwan und dem Vereinigten Königreich eingetragen, allerdings vorbehaltlich der jeweiligen Gerichtsbarkeit, und einige Teilfonds und/oder Anteilklassen stehen unter Umständen nicht in allen Gerichtsbarkeiten zur Verfügung. Anteile an den Fonds dürfen in keinem anderen Land öffentlich angeboten werden und dieses Dokument darf dort außer in Fällen, die kein Angebot an die Öffentlichkeit darstellen und der geltenden örtlichen Gesetzgebung entsprechen, nicht herausgegeben, in Umlauf gebracht oder verbreitet werden. Threadneedle (Lux) ist in Spanien von der Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) zugelassen und unter der Nummer 177 eingetragen. Anteile an den Fonds können weder direkt noch indirekt in den Vereinigten Staaten oder einer bzw. auf Rechnung oder zugunsten einer „US-Person“, wie in Regulation S des US-Wertpapiergesetzes von 1933 definiert, zum Kauf angeboten, verkauft oder geliefert werden. Diese Veröffentlichungen dienen nur zu Informationszwecken; sie beinhalten kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten und stellen keine Empfehlungen oder Dienstleistungen dar. Lesen Sie vor einer Anlage bitte den Verkaufsprospekt. Die Zeichnung von Anteilen am Fonds darf nur auf der Grundlage des aktuellen Verkaufsprospekts und der wesentlichen Anlegerinformationen sowie der letzten Jahres- oder Zwischenberichte, die auf Anfrage kostenlos erhältlich sind, und der geltenden Allgemeinen Geschäftsbedingungen erfolgen. Lesen Sie bitte den Abschnitt „Risikofaktoren“ im Verkaufsprospekt, um sich über alle Risiken im Zusammenhang mit einer Anlage in einem Fonds und insbesondere in diesem Fonds zu informieren. Die obengenannten Dokumente sind in Englisch, Französisch, Deutsch, Portugiesisch, Italienisch, Spanisch und Niederländisch (kein Prospekt in Niederländisch) und auf schriftliche Anfrage kostenlos am eingetragenen Sitz der SICAV in 31 Z.A. Bourmicht, L-8070 Bertrange, Großherzogtum Luxemburg und/oder bei Erste Bank, Petersplatz 7, 1010 Wien, Österreich; Eufex Bank Plc, Keilaranta 19, 02150 Espoo, Finnland; CACEIS Bank, 1/3 Place Valhubert, 75013 Paris, Frankreich; JP Morgan AG, Junghofstr. 14, 60311 Frankfurt, Deutschland; JPMorgan Worldwide Securities Services, 60 Victoria Embankment, London EC4Y 0JP, Vereinigtes Königreich; oder Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ), Sergels Torg 2, 106 40 Stockholm, Schweden. Es ist zu beachten, dass dieser Fonds den Status als Meldefonds (Reporting Fund) im Vereinigten Königreich hat. Die steuerliche Behandlung ist von den persönlichen Umständen abhängig. Steuervergünstigungen sind nicht garantiert und die Steuergesetzgebung kann sich in Zukunft ändern. Zusätzliche Informationen finden Sie im Verkaufsprospekt. Die Nennung bestimmter Aktien oder Anleihen stellt keine Handelsempfehlung dar. Die in diesem Dokument enthaltenen Untersuchungs- und Analyseergebnisse wurden von Threadneedle Investments für die eigenen Anlageverwaltungstätigkeiten erstellt, wurden möglicherweise bereits vor der Veröffentlichung verwendet und werden hier lediglich als Hintergrundinformationen bereitgestellt. In diesem Dokument enthaltene Ansichten entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, können jedoch ohne Ankündigung geändert werden. Aus externen Quellen bezogene Informationen werden als zuverlässig angesehen, ihre Genauigkeit oder Vollständigkeit kann jedoch nicht garantiert werden. Threadneedle Management Luxembourg S.A. eingetragen beim Registre de Commerce et des Sociétés (Luxembourg), Register-Nr. B 110242 74, rue Mühlenweg, L-2155 Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg. Herausgegeben von Threadneedle Investment Services Limited. Eingetragen in England und Wales, Eintragsnummer 3701768, 60 St Mary Axe, London EC3A 8JQ, Vereinigtes Königreich. Von der Financial Conduct Authority im Vereinigten Königreich zugelassen und reguliert. Threadneedle Investments ist ein Markenname; sowohl der Name Threadneedle Investments als auch das Logo sind Markenzeichen oder eingetragene Markenzeichen des Threadneedle-Konzerns. threadneedle.com