# James Swanson / Lars Detlefs

# Investments im Jahr 2014 – ein Konjunktur-Ausblick

Das 4. Quartal 2013 brachte eine Flut von Anzeichen dafür, dass die wichtigsten Länder auf dem Wege der Besserung sind. Die jüngsten BIP- und Arbeitsmarktdaten aus den USA waren allerdings uneinheitlich. Einige haben sich deutlich gebessert, andere signalisieren eine eher stabile Entwicklung, wieder andere - wie die Nachfrage nach langlebigen Gütern - waren rückläufig. Europa hat die Rezession hinter sich gelassen, aber der Aufschwung überzeugt noch nicht ganz. Ein stärkerer Export hat die japanische Wirtschaft vorangebracht. Sogar in einigen Schwellenländern ist der Abschwung vorbei, oder die Konjunktur zieht sogar schon wieder an. Für Anleger, die unsicher sind, was sie 2014 tun sollen, waren die jüngsten Daten ermutigend. Am Beispiel der USA lässt sich zeigen, was sich bereits getan hat und was sich 2014 noch ändern dürfte.

### Wachstumstreiber in den USA

Im aktuellen Konjunkturzyklus, der Ende 2009 begonnen hat, waren einige Themen stets präsent. Beispielsweise wurde die vergleichsweise hohe Produktivität des privaten Sektors in den USA als wichtiger Wachstumstreiber genannt. Wie hat die größte Volkswirtschaft der Welt die Wettbewerbsfähigkeit ihrer Industrie und ihren Weltmarktanteil gesteigert? Die Lohnstückkosten sind in den USA weniger stark gestiegen als in Europa, Japan oder gar einigen Emerging Markets. Auch die geringeren Kapitalkosten haben für eine deutlich höhere Rentabilität gesorgt. Noch nie war der Anteil der Unternehmensgewinne am BIP so hoch wie heute.

Ein wichtiger Faktor auf der Verbraucherseite waren die – gemessen an den Einkommen – deutlich niedrigeren Hauspreise. Nach dem Platzen der Blase waren die Preise gefallen, während die verfügbaren Einkommen der US-Arbeitnehmer gestiegen sind. Hinzu kommt eine aufgestaute Nachfrage nach langlebigen Gütern wie Autos und Haushaltsgeräten. Die Ausgaben waren in den schwierigen Jahren 2008 und 2009 zurückgegangen und zogen zuletzt langsam, aber stetig wieder an.

Schließlich noch etwas, das nicht für jedes Land gilt: Die Bevölkerung wächst. Sowohl der Geburtenüberschuss als auch die Einwanderung lassen die Nachfrage nach Konsumgütern steigen, von Nahrungsmitteln und Kleidung bis zu Autos und Computern.

Doch wie sieht es im neuen Jahr aus? Spricht etwas dafür, dass 2014 alles noch

James Swanson, Chief Investment Strategist, und Lars Detlefs, Managing Director, Leiter des institutionellen Vertriebs in Deutschland, beide MFS Investment Management, Boston / Frankfurt am Main

Die jüngsten Arbeitsmarkt- und Konjunkturdaten waren aus Sicht der Autoren überraschend gut - in den USA, aber auch in Europa. Dabei haben in ihren Augen unter anderem die höhere Unternehmensproduktivität und -rentabilität und die bessere Bezahlbarkeit von Wohnimmobilien die US-Wirtschaft gestützt. Für das Jahr 2014 erwarten sie positive Impulse für die großen Aktienindizes durch fallende Energiepreise in den USA und ein höheres Weltwirtschaftswachstum. Auch wenn angesichts von Rekordhochständen seitens der Analysten regelmäßig eine Blase am US-Aktienmarkt prognostiziert wird, verweisen die Autoren auf Bewertungskennziffern wie beispielsweise das Kurs-Umsatz-Verhältnis, das Kurs-Buchwert-Verhältnis oder die Gewinnrenditen, nach denen sie den Markt als fair bewertet beurteilen. Ob sich Aktien als überbewertet erweisen, wird demnach vom Gewinnwachstum abhängen. (Red.)

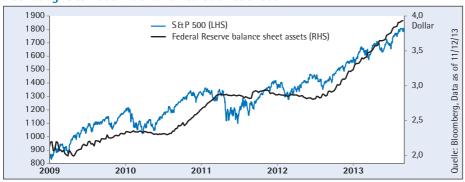
besser wird - für die Wirtschaft und die Investoren? Ein wichtiger Punkt ist, dass in den USA die Energiepreise gefallen sind. Das Überangebot an Erdgas hat vor allem die Preise petrochemischer Grundstoffe wie Ethylen fallen lassen. Und ganz allgemein sind die Stromkosten für die Industrie deutlich gesunken. Dies hat sich als ein weiterer Wettbewerbsvorteil erwiesen, an dem sich 2014 nichts ändern dürfte. Da der US-Dollar gegenüber vielen Währungen aufgewertet hat, werden US-Verbraucher vermutlich von niedrigeren Preisen für Importgüter aus Asien und Südamerika profitieren. Dies und die fallenden Energiekosten sorgen dafür, dass US-Arbeiter bei unverändertem Lohn mehr konsumieren können.

Günstig für die USA ist auch der Rückgang des Angebots an Altimmobilien, während zugleich die Beschäftigtenzahl steigt. Dadurch sind auch die Hauspreise gestiegen, sodass wieder mehr neue Objekte gebaut werden und mehr Bauarbeiter Beschäftigung finden. Hinzu kommt, dass der Automobilbestand in die Jahre gekommen ist und die Nachfrage nach Neuwagen die Automobilproduktion ankurbelt. Nach dem Beinahe-Zusammenbruch und der Notwendigkeit staatlicher Hilfen vor fünf Jahren hat sich die Branche erholt; ihr Anteil am US-BIP ist wieder gestiegen.

Und auch einige allgemeinere Themen werden an Bedeutung gewinnen:

Internationales Wachstum: Auch die internationalen Daten sprechen für eine Erholung. Großbritannien leistet wieder einen positiven Beitrag zur Weltkonjunktur. Hier sind Konsum und Exporte trotz niedrigerer Staatsausgaben gestiegen. Die deutsche Wirtschaft macht Fortschritte, dank höherer Exporte und einer etwas größeren Binnennachfrage. Auch die Problemländer Südeuropas scheinen sich aus der Misere

#### Abbildung: S&P 500 Index and Fed balance sheet



zu befreien. Außerhalb Europas hatte China seit 2012 kräftig auf die Wachstumsbremse getreten. Seitdem wurden aber weitere Finanz- und Sozialreformen auf den Weg gebracht, und es gibt Zeichen für eine Stabilisierung. Indonesien wächst noch immer kontinuierlich, und in Brasilien und Korea zieht die Konjunktur an. Auch in Japan steigt das Wachstum, dank der Yen-Abwertung und der Bemühungen der Notenbank, Inflation und internationale Wettbewerbsfähigkeit zu steigern.

Da nur ein kleiner Teil des US-BIP auf den Export entfällt, sind diese Entwicklungen für die US-Konjunktur weniger relevant. Interessant könnten sie aber für Investoren sein, die sich auf 2014 vorbereiten. Schließlich hängt das Schicksal von 40 Prozent aller S&P-Unternehmen direkt vom Wachstum außerhalb der USA ab. In diesem Konjunkturzyklus wurde oft übersehen, dass der Einfluss der Weltkonjunktur auf den US-Aktienmarkt drei Mal so stark ist wie ihr Einfluss auf die US-Wirtschaft.

Erholung der Industrie: Ebenso wie Unternehmen, die ihren Umsatz außerhalb der USA erzielen, ist auch die Industrie stark im S&P 500 vertreten. Etwa 40 Prozent der Indexwerte sind keine Dienstleister, sondern stellen etwas her. Das ist deutlich mehr als der Anteil der Industrie an der Wirtschaft gemäß den offiziellen BIP-Zahlen. Die beschriebenen Wettbewerbsvorteile haben zu einer Erholung der US-Industrie geführt nichts Revolutionäres, aber eine klare Verbesserung. Jetzt, da die Arbeitskosten in China und anderen Ländern steigen, verlagern viele Unternehmen ihre Produktion und damit auch Arbeitsplätze, mit denen sie vor zehn Jahren ins Ausland umgezogen sind, wieder zurück nach Nordamerika. Der größte Teil des Beschäftigungswachstums in den USA entfiel auf die Industrie.

Die Berichtssaison der Unternehmen ist gerade beendet, und es zeigt sich zweierlei: Erstens ist nach einem sehr schwachen ersten und zweiten Quartal, in denen die Umsätze der S&P-Unternehmen weniger stark wuchsen als das nominale BIP, jetzt eine leichte Verbesserung zu beobachten. Diese vor allem der schwachen Auslandsnachfrage zuzuschreibende ungewöhnliche Entwicklung hat sich jetzt umgekehrt, da sich die Weltwirtschaft allmählich erholt.

## Erholung der Unternehmensgewinne

Zweitens hat sich die durchschnittliche Marge (der Quotient aus Gewinnen und Umsätzen) bei neun Prozent gehalten – sogar in der eher schwachen ersten Jahreshälfte 2013. Das ist doppelt so hoch wie im Durchschnitt der letzten 75 Jahre. Dies bedeutet, dass S&P-Unternehmen dank ihrer effizienten Produktion und den schlanken Bilanzen niedrige Fixkosten haben. Einfach ausgedrückt: Die börsennotierten Unternehmen erzielen Gewinne und häufen Reserven an. Wenn die Umsatzerlöse im nächsten Jahr steigen, dürften auch die Gewinne anziehen.

Bei all diesen guten Nachrichten erwarten wir einen weiteren Anstieg der großen Aktienindizes. Gibt es eine Blase am US-Aktienmarkt? Ist er das letzte Opfer der "irrationalen Übertreibung"? Marktkommentatoren weisen darauf hin, dass der Aktienmarkt angesichts dieser Rekordhochstände einfach fallen muss. Kursgewinne von 20 Prozent seit Jahresbeginn seien ein Zeichen für den Triumph des Gefühls über die Erfahrung. Häufig wird die Vermutung geäußert, dass die von der Fed und anderen Zentralbanken bereitgestellte Liquidität zu Umschichtungen aus sicheren in risikoreichere Assetklassen führt. In der Tat folgt die Aktienkursentwicklung den Wertpapierkäufen der Fed. Aber die Parallelen von SEP 500 und Gewinnen je Aktie sind ähnlich frappierend. Nach wie vor dürften also die Fundamentaldaten den Markt bestimmen – und nicht nur die lockere Geldpolitik.

#### Aktien dennoch zu teuer?

Wenn die Kosten unter Kontrolle sind, sich die Dinge außerhalb der USA gut entwickeln und die US-Industrie die Weltspitze übernimmt, dann spiegeln die Märkte wirklich die Zukunft wider und nicht die Vergangenheit. Wir haben es nicht mit einer Preisblase zu tun. Vielmehr signalisieren uns die Märkte, dass bessere und nicht etwa schlechtere Zeiten vor uns liegen.

Sind Aktien aber dennoch zu teuer? Die meisten Investoren scheuen sich vor Anlagen in einen überbewerteten Markt. Sie wissen, dass es jederzeit zu einer Rezession und Aktienmarktverlusten kommen kann. Unserer Meinung nach können die Bewertungskennziffern mehrere Dinge signalisieren. Gemessen am KGV erscheint der Markt durchschnittlich bewertet. Betrachtet man hingegen breiter gefasste Kennziffern wie das Kurs-Umsatz-Verhältnis, das Kurs-Buchwert-Verhältnis oder die Gewinn- beziehungsweise Cashflow-Renditen, ist der Markt weder teuer noch billig, sondern fair bewertet.

Wenn die Gewinne jetzt zurückgehen (bei einem S&P 500 von 1800), wird der Markt unverschämt hoch bewertet erscheinen. Aber da die Margen und der Anteil der Unternehmensgewinne am BIP zurzeit so hoch sind wie selten, die Lage am Häusermarkt immer besser wird und die Auslandsumsätze sowie die Ausgaben für Autos und Technologie steigen, könnten die Unternehmensgewinne ebenfalls zulegen – und dann schon bald wieder zu den aktuellen Bewertungen passen. Gemessen an dem, was wir erwarten können, werden die Bewertungen aus 2013 dann sehr niedrig erscheinen. Dies könnte das Paradoxe an der ganzen Geschichte sein: Schlechte Nachrichten stören die Konjunktur, aber spektakuläre Unternehmensergebnisse stützen sie.

Die hier dargestellten Meinungen sind die der Autoren und können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Empfehlung, Aufforderung oder als Anlageberatung verstanden werden.