

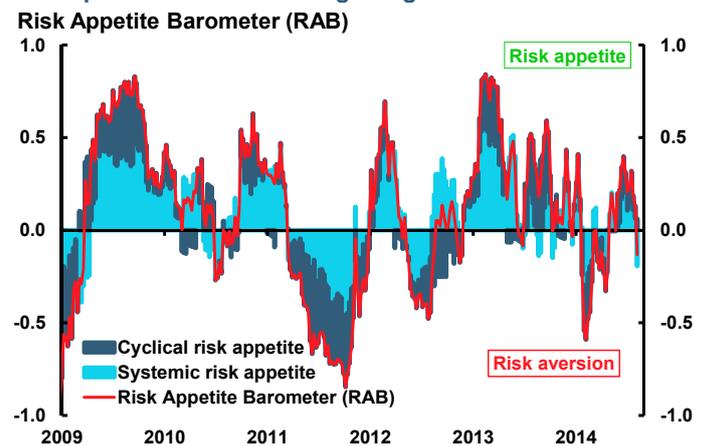
Es wird heiß

Politische Risiken und Konjunkturerholung im Wettlauf

Im Überblick

- Neue Kurzfristempfehlung: Wir fahren unsere **Aktienquote wieder auf neutral zurück und legen die Erlöse vorübergehend am Geldmarkt an**. Im Aktienbereich **empfehlen wir eine Untergewichtung des Euroraums**.
- Die USA und China wachsen wie erwartet, aber Europa leidet unter der Krise in Osteuropa sowie unter der beunruhigend schwachen Konjunktur in Frankreich und Italien. Die bevorstehende Asset Quality Review der EZB sorgt zusätzlich für Unsicherheit.
- Die Geldpolitik bleibt weltweit zunächst extrem expansiv. Die Anleger könnten aufgrund der sehr niedrigen Inflation im Euroraum ein umfangreiches Quantitative Easing erwarten, was die Bundesanleiherenditen drückt. **Wir erwarten daher jetzt nur noch einen Anstieg auf 1,25% zum Jahresende**. Deshalb bevorzugen wir deutsche gegenüber amerikanischen Staatsanleihen und die Peripherieländer gegenüber Deutschland. **Bei Unternehmensanleihen empfehlen wir eine kürzere Duration**, insbesondere bei **High Yield**.
- Im Nahen Osten haben sich die Spannungen verschärft**, aber bislang sind die Energiepreise nicht übermäßig gestiegen. Das Risiko einer größeren Krise im Nahen Osten hat aber zugenommen.

Abbildung 1
RAB spricht für Risikoverringern



Quellen: Markt, ISM, MSCI, Merrill Lynch, Datastream, und AXA IM

Empfehlungen für die Asset-Allokation

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

▲/▼ Veränderung ggü. dem Vormonat

Quelle: AXA IM Research

Zwar erholt sich die Weltwirtschaft wie erwartet, aber die Risiken nehmen weltweit zu (*Abbildung 1*), vor allem in Europa. Wir halten es deshalb für notwendig, unsere Asset-Allokation anzupassen.

Die Weltwirtschaft: Sie wächst wirklich

Im Juli wurden die Wachstumsschätzungen für das 2. Quartal insgesamt angehoben. Mit annualisierten 4% ist die US-Wirtschaft stärker gewachsen als erwartet, und der Wert für das 1. Quartal wurde von -2,9 auf -2,1% heraufrevidiert. Zu verdanken war die Dynamik dem privaten Sektor, vor allem dem privaten Verbrauch und den Unternehmensinvestitionen. Hohe Importe ließen allerdings das Außenhandelsdefizit steigen.

Als erste große Volkswirtschaft veröffentlichte China die BIP-Zahlen für das 2. Quartal und meldete ein unerwartet starkes Wachstum von 2% sowie bessere Zahlen aus der Industrie. Der Staat hat mit gezielten Kreditprogrammen den kränkelnden Immobilienmarkt gestützt und öffentliche Ausgaben vorgezogen. Eine wieder bessere Konjunktur in China dürfte über die Handelsverflechtungen allmählich auch den übrigen Emerging Markets zu Gute kommen.

Auch das **britische BIP** ist gestiegen – um 0,8% zum Vorquartal. Der rasche Aufschwung seit Anfang 2013 setzt sich also fort. Sechs Jahre nach der Krise steht das Land schließlich wieder besser da als bei seinem Vorkrisenhoch Anfang 2008.

Wir **rechnen aber nicht in allen Ländern mit so guten Zahlen.** Dabei haben wir vor allem den Wachstumsrückgang in Deutschland im Blick, der aber zum Teil die Folge der sehr guten Entwicklung zu Jahresbeginn ist. Auch in Frankreich dürfte das Wachstum sehr schwach ausfallen oder die Wirtschaft sogar schrumpfen.

Die USA dürften weiter an der Spitze stehen, auch wenn das Wachstum wohl nicht mehr so stark sein wird wie in den letzten Monaten. Der Abstand zum Euroraum wird sich aber vergrößern. Wir erwarten eher eine Phase mit einem langsamen, aber stabilen Wachstum als einen kräftigen Aufschwung. Nach dem leichten Konjunkturrückgang im 2. Quartal dürfte **Japan** seine moderate Erholung in der zweiten Jahreshälfte fortsetzen. In den **Emerging Markets** hat die Konjunktur wieder Fahrt aufgenommen, was günstig für die derzeit gute Marktstimmung ist. Die Einkaufsmanagerindizes sind im Juli gestiegen und signalisieren einen weiteren Aufschwung im Verarbeitenden Gewerbe.

Zentralbanken bleiben großzügig

Trotz der ermutigenden Konjunkturdaten hat sich an der Geldpolitik in den letzten Wochen nur wenig geändert. **In ihrer Juli-Sitzung änderte die Fed ihre Konjunkturschätzung etwas.** Sie verwies auf den Rückgang der Inflationsrisiken und eine etwas stärkere Erholung des Arbeits-

markts. Abgesehen von einer weiteren Rückführung der Wertpapierkäufe auf nur noch 25 Mrd. US-Dollar monatlich (im Oktober sollen sie ganz auslaufen) soll sich aber an der Zinspolitik nichts ändern.

Auch **die EZB scheint vor allem abzuwarten** – obgleich die Inflation im Euroraum im Juli mit 0,4% z.Vj. auf den niedrigsten Stand im laufenden Konjunkturzyklus gefallen ist. Wir erwarten den Tiefpunkt aber erst im September, so dass die EZB in den nächsten Monaten stärker unter Handlungsdruck geraten wird. Der Oktober könnte ein besonders schwieriger Monat werden, mit einer sehr niedrigen Inflation, den ersten gezielten Langfristendern (TLTROs) und den Ergebnissen der umfassenden Prüfung der europäischen Banken. Dennoch wird die EZB wohl kaum noch vor dem Ende des Jahres den nächsten Schritt tun können. Zuerst wird sie wissen wollen, was die ersten TLTROs bewirken.

In den **Emerging Markets ist die Geldpolitik** weiter expansiv. Vor allem in Osteuropa wurden die Leitzinsen gesenkt. Wir gehen von einer weiter lockeren Geldpolitik aus. Die Inflation dürfte unter Kontrolle bleiben und zurückgehen, wenn sich in den ersten Industrieländern Zinserhöhungen abzeichnen. Aufgrund der zuletzt guten US-Konjunkturdaten machen die fragilen Fünf (indische Rupie, indonesische Rupiah, südafrikanischer Rand, brasilianischer Real und türkische Lira) Sorgen. Unserer Ansicht nach hat dies aber nichts mit den höheren politischen Risiken oder mit Argentinien zu tun. Stattdessen dürften die **Investoren beginnen, eher nach Alpha als nach Beta zu streben, und daher allmählich wieder stärker zwischen den einzelnen Emerging Markets zu unterscheiden.** Dies wird eine Neuaufgabe der Zeit ab Mai 2013 sein, als die Emerging Markets geradezu verrücktspielten.

Die Geister der Vergangenheit

Ohnehin haben **in den letzten Wochen die Risiken zugenommen.** Im Euroraum hat der Fall der Banco Espírito Santo rechtzeitig daran erinnert, dass es im Bankensektor durchaus noch böse Überraschungen geben kann – vor allem mit Blick auf den bevorstehenden Asset Quality Review im Oktober. **Auch im Nahen Osten haben sich die Spannungen verschärft,** obwohl die Energiepreise bislang noch nicht übermäßig gestiegen sind. Wegen der **Eskalation des Russland-Ukraine-Konflikts** und der dreistufigen Sanktionen gegen Russland haben wir unsere **BIP-Prognose für den Euroraum auf nur noch 0,9% im Jahr 2014 gesenkt.** Das Tauziehen dürfte noch längere Zeit anhalten und die Wachstumsaussichten im Euroraum dämpfen. Auch der immer schwächere Handel wird seinen Teil dazu beitragen.

Das endlose Schuldendrama Argentiniens und der Zahlungsausfall nach dem Verhandlungsmarathon mit Altgläubigern taten dem Interesse an den Emerging Markets keinen Abbruch. Die ausländischen Nettomittelzuflüsse sind im Juli

weiter gestiegen und fördern die Kreditvergabe. Die Bedingungen weniger immer weniger streng.

Bundesanleihen: Renditen weiter niedrig

Anders als von uns erwartet sind die Anleiherenditen noch immer extrem niedrig. In letzter Zeit sorgen mehrere Faktoren für niedrige Zehnjahresrenditen in den USA und Deutschland. Dank der klareren Ansagen der Zentralbanken ist die Leitzinsunsicherheit zurückgegangen, so dass auch die Laufzeitprämien gefallen sind. Zudem sorgen die steigenden Leistungsbilanzüberschüsse Asiens für eine immer größere Nachfrage nach sicheren und liquiden Wertpapieren. Vor allem aber stellt die Fed trotz der viel besseren Konjunkturdaten eine weiterhin expansive Geldpolitik in Aussicht. Sie räumte zwar ein, dass die „Inflation jetzt etwas näher am langfristigen Zielwert des Offenmarktausschusses“ liegt, bestätigte aber ihren festen Entschluss, den Leitzins auch nach dem Ende der Wertpapierkäufe noch lange auf ihrem Allzeittief zu belassen. **Wir gehen noch immer davon aus, dass die Zehnjahresrenditen in den USA am Ende des Jahres bei knapp 3% liegen werden, weil Wachstum und Beschäftigung kontinuierlich steigen.**

Während wir an unserer Prognose für die US-Renditen festhalten **haben wir unsere Einschätzung der Renditen zehnjähriger deutscher Staatsanleihen auf 1,25% gesenkt.** Bundesanleihen stehen aus verschiedenen Gründen unter Druck. Zur unerwartet schwachen Erholung kommt der Russland-Ukraine-Konflikt. In Frankreich und Italien ist die Dynamik besorgniserregend schwach, und die Inflation ist seit Ende 2013 stärker zurückgegangen als erwartet. Wir gehen aber davon aus, dass sie weiter um 0,5% schwankt, sofern ein Rohstoffpreisschock ausbleibt. Die Marktteilnehmer erwarten deshalb immer häufiger, dass die EZB irgendwann zu einem umfangreichen Quantitative Easing ansetzt (mit Käufen von Staatsanleihen aller Euroraum-Länder, beginnend mit deutschen Bundesanleihen).

Dafür sprechen die eindeutigen Signale der Zentralbank: Sie will die Leitzinsen länger niedrig lassen und ist zu weiteren Maßnahmen bereit. Dadurch dürften sich deutsche Bundesanleihen und US-Treasurys noch weiter auseinanderentwickeln, **so dass der Spread von Bundesanleihen gegenüber Treasurys noch weiter werden dürfte als 1999. Dies bestärkt uns darin, dass sich Bundesanleihen in den nächsten sechs Monaten besser entwickeln werden als US-Treasurys. Grundsätzlich bevorzugen wir aber Peripherieländertitel aufgrund ihrer höheren Spreads.**

Den Ausverkauf von US-High-Yield halten wir für **technisch bedingt. Er ist die Folge der erheblichen Mittelabflüsse**, der engen Spreads und der geringen Risikobereitschaft. Die Fundamentaldaten der US-Unternehmen sind aber gut; sie verbessern sich sogar eher noch.

Dennoch gehen wir davon aus, dass zurzeit zu viele Anleger auf ihrer Suche nach höheren Renditen Credits übergewichten. Deshalb macht uns die Liquidität dieser Assetklasse

allmählich Sorgen, zumal die Langfristzinsen steigen werden, sobald die Marktteilnehmer höhere US-Leitzinsen erwarten. **Wir schlagen deshalb vor, die Duration weiter zu verkürzen und bevorzugen Europa gegenüber den USA.**

Aktienrisiken verringern

Zusammengenommen spricht all dies für einen gewissen **Risikoabbau.** Der unklare Zustand der Euroraum-Banken, die möglicherweise weitere Leichen im Keller haben, und die Spannungen zwischen Russland und der Ukraine werden sehr wahrscheinlich die Euroraum-Konjunktur und damit die Märkte belasten. Wir haben deshalb unsere Gewinnprognosen für Euroraum-Unternehmen auf etwa +10% gesenkt. Auch Argentinien und der Nahe Osten dürften die Unternehmenserfolge schmälern.

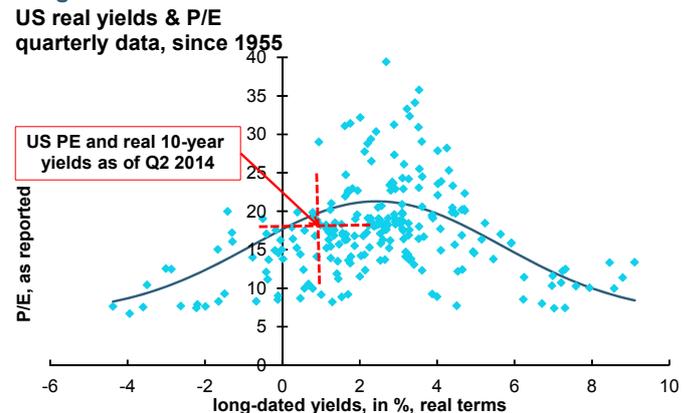
Müssen wir also fürchten, dass das wachsende Risiko einer unerwartet frühen Zinserhöhung in den USA Folgen für die Aktienmärkte hat? Im Moment glauben wir das nicht. Die Fed dürfte die Zinsen nicht vor Mitte 2015 erhöhen. Bislang sind die Aktienmärkte nach längerfristig stabilen Leitzinsen im Vorfeld der ersten Zinserhöhung immer gestiegen.¹ Es ist also noch zu früh, die Zinsglocke zu läuten.

Zweitens sind die Langfristzinsen zurzeit sehr niedrig. Die Geldpolitik wird also auch dann expansiv bleiben, wenn die realen Langfristrenditen steigen. Der Druck auf die Aktienkurse dürfte sich deshalb in Grenzen halten (*Abbildung 2*).

Drittens **wird die Fed die Zinsen nur bei klaren Belegen für eine weitere Verbesserung von Arbeitsmarkt und Konjunktur anheben.** Davon dürften die Unternehmensgewinne profitieren. Wir prognostizieren also nach wie vor für 2014 ein Gewinnwachstum von 5-10%.

Abbildung 2

Steigende Anleiherenditen nicht schlecht für Aktien



Quellen: Bloomberg und AXA IM Research

¹ Cf. Wenzel, F. und Signori, O.: „How US markets behave before and after the first rate hike – an historical comparison“, AXA IM Research, 31. Juli 2014

Wichtig ist aber auch, dass ein engerer Arbeitsmarkt im nächsten Jahr zu steigenden Löhnen führen dürfte, was wiederum schlecht für die Gewinnmargen der Unternehmen und damit auch für die Aktienkurse ist. Das Wachstum Chinas spricht hingegen **mittelfristig für die asiatischen Emerging Markets**.

Auch wenn die Produktionskosten im Euroraum nicht übermäßig anziehen werden², macht uns genau dieser Markt die größten Sorgen. Wegen der immer größeren Konjunkturzweifel steigt das Risiko, dass ausländische Investoren ihr Kapital abziehen. Dies würde für zusätzlichen Druck sorgen. Wir halten deshalb eine Untergewichtung europäischer Aktien für angeraten.

Insgesamt empfehlen wir daher jetzt den Abbau der Aktien-Übergewichtung auf neutral und die **Anlage der Erlöse am Geldmarkt. Alternativ käme auch die Absicherung möglicher Verluste in Frage, entweder mit Optionen oder indem man direkt auf Volatilität setzt.**

² Cf. Alimi, M., and L'Hoir, M.: „[Euro area equities: some margin for margins](#)“, AXA IM Research, 19. Juni 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.