

Eine expansive Fed sticht alles andere aus

Janet Yellen gibt Aktien Auftrieb – trotz hoher Bewertungen und weltpolitischer Risiken

Im Überblick

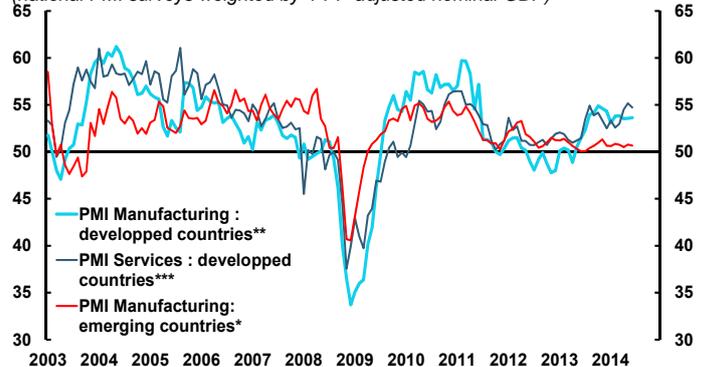
- Die jüngsten Konjunkturdaten sprechen dafür, **dass die Weltwirtschaft wieder anzieht**. Nach der Konjunkturdelle im 1. Quartal nimmt der US-Aufschwung wieder Fahrt auf. In China will man das Wachstum nicht unter 7% fallen lassen, so dass in der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt jetzt ein unerwartet hoher BIP-Zuwachs denkbar scheint.
- Die Notenbanken der Industrieländer** neigen noch immer zu einer äußerst expansiven Geldpolitik, mit der wichtigsten Zentralbank, der Fed, an der Spitze. Obwohl die Inflation steigt, wird die **Geldpolitik in den Emerging-Markets** gelockert, auch weil die Währungen aufwerten.
- Trotz der hohen Bewertungen **setzen wir weiterhin auf risikoreichere Titel**, insbesondere in den USA. Wir bleiben bei der **Untergewichtung von Staatsanleihen**, da wir bis zum Jahresende einen Anstieg der US-Zehnjahresrendite auf knapp 3% erwarten. Unseren Zielwert für die zehnjährige Bundesanleiherendite haben wir unterdessen erneut gesenkt, auf jetzt 1,5%. Maßgeblich hierfür ist die EZB-Geldpolitik. Trotz der recht engen Spreads **profitieren Unternehmensanleihen noch immer von der Renditejagd der Investoren**.
- Sonderthema:** Was passiert, wenn das Chaos im Irak und der gesamten Golfregion das Ölangebot schrumpfen lässt? Wenn die Fördermengen vorübergehend um 5 Mio. Barrel täglich fallen, würde der Ölpreis auf 150 US-Dollar je Barrel steigen. Das Weltwirtschaftswachstum wäre dann 2014/15 einen Prozentpunkt niedriger. Außerdem würden Investoren in großem Umfang von Aktien in Staatsanleihen umschichten.

Abbildung 1

Die Einkaufsmanagerindizes der Industrieländer machen weitere Fortschritte

Global PMI indices

(national PMI surveys weighted by PPP-adjusted nominal GDP)



* Poland, Mexico, Chile, South Afr., Russia, China, India, Brazil, Turkey, Hungary, Czech
** US, Euro area, Japan, UK, Australia, Canada, Sweden, Switzerland
*** US, Euro area, UK, Australia, Sweden

Quellen: Markit 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

Die erste Jahreshälfte 2014 ist vorbei – Zeit für einen kritischen Rückblick. Wie es scheint, gibt es gleichermaßen Grund zur Freude und zur Sorge. Die Kombination aus einer besseren Konjunktur (abgesehen von der amerikanischen Konjunkturdelle im 1. Quartal) und der noch immer reichlich fließenden Liquidität hat allen wichtigen Assetklassen geholfen. Weltweit sind Aktien auf neue Allzeithochs gestiegen, doch geben wir gerne zu, dass wir zu Jahresbeginn einen Rückgang der Staatsanleiherenditen auf Werte wie zuletzt auf dem Höhepunkt der Eurokrise nicht für möglich hielten, insbesondere in Deutschland.

Hat diese Kombination aus niedrigen (wenn nicht weiter fallenden) Anleiherenditen und steigenden Aktienkursen noch Zukunft? Wir meinen nein.

Die Weltwirtschaft: Und sie beschleunigt sich doch

Zugegeben: Nach dem dramatischen Einbruch der US-Konjunktur im 1. Quartal (nach den revidierten Zahlen -2,9%, saisonbereinigt und annualisiert) dauerte es eine Zeit, bis sich die Weltwirtschaft wieder stabilisiert hatte – zumal der Produktionsrückgang in den ersten Monaten des Jahres kaum vollständig wettgemacht werden dürfte. Wir haben daher unsere BIP-Prognose für dieses Jahr von 3,5% auf 3,3% gesenkt.¹ Die Revisionen der Datenbasis für das US-BIP werden Aufschluss darüber geben, ob wir es im 1. Quartal mit einer echten Konjunkturdelle oder nur mit einer statistischen Besonderheit zu tun hatten. Für die Investoren ist das aber Schnee von gestern. Die meisten weltweit beachteten Frühindikatoren haben sich auf höherem Niveau stabilisiert oder weitere Fortschritte gemacht. Dies bestätigt unsere Einschätzung, dass die zweite Jahreshälfte gut begonnen hat (Abbildung 1).

Die **US-Konjunkturdaten haben sich zuletzt erkennbar verbessert**. Der Einkaufsmanagerindex war im Juni stabil (55,3 nach 55,4). Die Auftragseingangskomponente ist unterdessen deutlich gestiegen (58,9 nach 56,9), und auch die Produktionskomponente war unerwartet gut. Die amerikanische Surprise Gap zeigt daher recht klar einen Aufschwung an (Abbildung 2).

Auch der Automobilabsatz ist im Juni auf 16,9 Mio. Fahrzeuge gestiegen (nach 16,7 Mio. im Vormonat). Der Absatz neuer Häuser legte im Mai um 18,6% zu, das Verbrauchervertrauen stieg im Juni auf 85,2, den höchsten Wert seit der Rezession. Interessant ist die Einschätzung der aktuellen Arbeitsmarktlage, der die Fed große Beachtung schenkt. Sie ist heute so gut wie seit Juli 2008 nicht mehr.

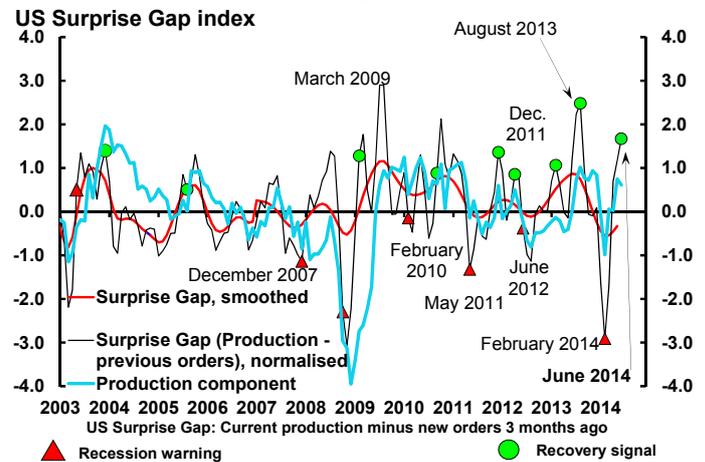
Fassen wir also zusammen: Wir glauben, dass das amerikanische Wirtschaftswachstum im 2. Quartal positiv überraschen könnte. **Denkbar scheinen 4% Zuwachs (saisonbereinigt und annualisiert), gefolgt von 3% im 3. Quartal.**

¹ Vgl. Chaney, E.: „Global growth: and yet it accelerates“, AXA IM Research, 26. Juni 2014

Im Gesamtjahr 2014 dürfte das US-BIP hingegen nur mäßig zulegen. Aufgrund des schwachen Jahresbeginns rechnen wir mit gut 2%.

Abbildung 2

Das US-Wachstum beschleunigt sich wieder



Quellen: ISM, US Federal Reserve und AXA IM Research

Der **Euroraum macht weitere leichte Fortschritte**; nach einem enttäuschenden Jahresbeginn erwarten wir für das 2. Quartal eine etwas stärkere Wachstumsdynamik. Die Industrieproduktion hat im April kräftig zugelegt. Die Frühindikatoren sprechen für eine gute Dynamik in Italien und Spanien, aber auch für einen leichten Wachstumsrückgang in Deutschland und Frankreich. Auch die Arbeitsmarktlage verbessert sich allmählich; die Arbeitslosenquote ist von einem Höchststand von 12,0% im September 2013 auf 11,6% im Mai zurückgegangen. Da sich die Binnennachfrage vermutlich erholt, dürfte der Leistungsbilanzüberschuss aber nicht mehr weiter steigen. In Zukunft wird das Wachstum also stärker vom Binnenkonsum als von den Nettoexporten abhängen. Unterdessen macht Großbritannien deutliche Fortschritte. Im März ist die Arbeitslosenquote auf 6,6% gefallen, den niedrigsten Stand seit Dezember 2008.

Im Juni gab der japanische Premierminister Shinzō Abe zahlreiche Strukturreformen bekannt, um auf mittlere Sicht das **Wachstum** zu fördern. Das Reformpaket ist Teil einer umfassenden Strategie, um die Deflation zu überwinden, die Wirtschaft zu beleben, die Staatsfinanzen wieder nachhaltig zu machen und die internationale Wettbewerbsfähigkeit zu stärken. Der sogenannte „Dritte Reformpfeil“ ist ein wichtiges Element dieser Strategie, sieht aber auch einige schmerzhaftes Einschnitte vor. Doch einmal mehr ging die Regierung den einfachen Weg. Sie senkte die Unternehmenssteuern und schichtete den staatlichen Pensionsfonds um. Umstrittenere Maßnahmen wie Reformen der Einwanderung oder des Arbeitsmarkts wurden hingegen verwässert, und die Rentenreform wurde aufgeschoben. Von den Abenomics sind wir heute weniger überzeugt als noch vor einigen Monaten.

Die **Konjunktur der Emerging Markets erholt sich allmählich**, wie die jüngsten Überraschungs- und Einkaufs-

managerindizes zeigen. Die Fortschritte beschränken sich allerdings im Wesentlichen auf Asien, nicht zuletzt aufgrund der Erholung Chinas. Lateinamerika und Osteuropa können noch nicht mithalten, insbesondere aufgrund der Schwäche Brasiliens und Russlands, der beiden größten Länder. Die hohen Ölpreise sorgen noch immer für wachsenden Inflationsdruck, auch wenn die Lebensmittelpreise einstweilen nachgeben. Nach Angaben der National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA) spricht aber viel dafür, dass El Niño in diesem Jahr zu geringen Regenfällen und schweren Dürren führt,² so dass die Lebensmittelpreise in den nächsten Quartalen steigen dürften.

Die **Emerging-Market-Währungen** werten auf, auch wegen der weltweit hohen Liquidität. Ein weltweiter Energiepreisanstieg ist allerdings für die meisten Emerging Markets ein nicht zu unterschätzendes Risiko, da viele von ihnen große Energieimporteure sind.

Nach dem schwachen Start der **chinesischen** Konjunktur ins neue Jahr **setzt die Politik jetzt in begrenztem Maße auf eine expansive Geld- und Fiskalpolitik**. Keinesfalls soll das Wachstum unter 7% fallen. Dies scheint gelungen zu sein. Der Anstieg der Industrieproduktion hat sich leicht auf 8,8% beschleunigt, wie es die Einkaufsmanagerindizes schon andeuteten. Die Einzelhandelsumsätze sind um 12,5% gestiegen insbesondere aufgrund der wachsenden Nachfrage nach mittel- bis niedrigpreisigen Produkten, vor allem im Online-Handel. Wir rechnen auch mit steigenden Exporten in die Industrieländer, auch wenn das eher mäßige Wachstum in den asiatischen Nachbarstaaten für eine eher unspektakuläre Erholung spricht.

Noch ist die Wirtschaft aber noch nicht über den Berg. Die Korrektur der Hauspreise ist noch nicht zu Ende, und die Rückgabe von Fondsanteilen hat ihren Höhepunkt noch nicht erreicht.

Alles in allem halten wir 7,2% Wachstum in China in diesem Jahr für realistisch. Ein höherer Wert erscheint dabei wahrscheinlicher als ein niedrigerer.

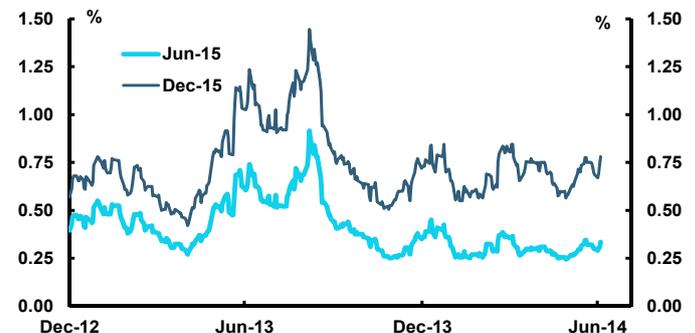
Yellen in Greenspans Fußstapfen?

Auf der Pressekonferenz nach der Offenmarktausschusssitzung am 18. Juni bestätigte die Vorsitzende Janet Yellen unsere Einschätzung, dass die Fed von einer Straffung der Geldpolitik eher Abstand nimmt – zumindest dann, wenn die Häufigkeit des Wortes „Unsicherheit“ in ihren Ausführungen ein Anhaltspunkt ist. Die jüngste Abwärtsrevision des BIP-Wachstums im 1. Quartal kam der Vorsitzenden sehr gelegen. Obwohl die Arbeitslosigkeit immer weiter zurückgegangen ist und jetzt etwa 6,0% beträgt, sieht Yellen weiterhin eine recht hohe Unterbeschäftigung. Nach den jüngsten Inflationszahlen hat die Teuerung im Einzelhandel aber

etwas zugenommen. Die laufende Jahresrate betrug im letzten Quartal 2,5%, nach deutlich unter 2,0% zu Jahresbeginn. Im Juni gab es möglicherweise auch erste Anzeichen für Lohninflation. So sind die Stundenlöhne in der Privatwirtschaft um 3,0% (annualisiert) gestiegen. Der Lohnanstieg in den letzten zwölf Monaten betrug nur 2,0%.

Die Marktteilnehmer rechnen für Ende 2015 jetzt mit einem etwas höheren Leitzins von 0,75% (Abbildung 3). Die zurückhaltende Reaktion der Rentenmärkte auf die guten Arbeitsmarktdaten im Juni zeigt hingegen, dass die Investoren bei der Fed keine Änderungen erwarten. Eine Erklärung für den Gleichmut an den Rentenmärkten könnte Janet Yellens *Camdessus Central Banking Lecture* am 2. Juli gewesen sein.³ Letztlich sagte sie, dass die Zinspolitik ungeeignet sei, um die Finanzmärkte zu stabilisieren und „irrationale“ Übertreibungen zu korrigieren – um ein Wort ihres Vorgängers zu benutzen, der genauso dachte. Da Yellen unabhängig von den Daten noch immer von einer hohen Unterbeschäftigung ausgeht, überrascht es nicht, dass die Rentenmärkte den guten Arbeitsmarktbericht weitgehend ignorierten. Dennoch glauben wir, dass es am Ende auf die Zahlen ankommt. Wenn unsere mäßig optimistische Sicht auf die US-Wirtschaft richtig ist, dürfte die Fed ihre Politik irgendwann ändern und eine erste Zinserhöhung in der zweiten Jahreshälfte erwägen – zumindest dann, wenn (wie wir glauben) die vermeintliche Unterbeschäftigung auch strukturelle Gründe hat.⁴

Abbildung 3
Steigende Leitzinserwartungen in den USA
US Monetary Policy: Fed funds futures



Quellen: Bloomberg und AXA IM Research

Die **EZB** hat nach ihrem großen Paket im Juli keine weiteren Maßnahmen angekündigt. Mitarbeiter der Bank legten ein Papier zu den technischen Einzelheiten der gezielten langfristigen Refinanzierungsgeschäfte (TLTROs) vor und bestätigten, dass die Bedingungen für Liquidität aus dem Programm nicht allzu streng sein werden. Es bleibt allerdings abzuwarten, ob möglicherweise die Bedingungen für direkte EZB-Kredite gestrafft werden. Wichtiger für die Märkte ist, dass die EZB ihre Forward Guidance seit Juni nicht geän-

² Vgl. [NOAA's El Niño Portal](#), Update vom 10. Juli 2014: „NOAA's National Weather Service indicates El Niño may develop as early as summer or fall 2014.“

³ Vgl. Yellen, J.: [“Monetary Policy and Financial Stability”](#), 2. Juli 2014.

⁴ Vgl. Bidawi, H.: [“The important thing is to participate”](#), AXA IM Research, 28. Mai 2014.

dert hat. Die Investoren erwarten daher jetzt erst 2017 die ersten Zinserhöhungen, was die Langfristrenditen weiter stabilisiert.

Trotz der höheren Inflation **ist die Geldpolitik in den Emerging Markets lockerer geworden**, nicht zuletzt weil die Notenbanken der Industrieländer vorangegangen sind. Bereits jetzt haben die Notenbanken wichtiger Länder wie der Türkei und Mexiko ihre Leitzinsen gesenkt und angedeutet, dass weitere Zinsschritte folgen können – sofern Marktentwicklung und Binnenkonjunktur dies zulassen.

Und die Risiken?

Das wichtigste Risiko ist aus unserer Sicht eine **Eskalation der Krise im Irak**. Nicht auszuschließen ist eine Eskalation, die auf die Nachbarländer übergreift und die Ölförderung stört. Dann könnte die Weltwirtschaft in die Rezession fallen (mehr dazu auf Seite 6), zumal die Notenbanken ihr Pulver weitgehend verschossen haben.

Das zweite Risiko ist eine **wachsende Euroskepsis**. Sie zeigte sich bereits bei den Wahlen zum Europäischen Parlament und könnte auch bei den Unabhängigkeitsreferenden in Schottland und Katalonien eine Rolle spielen – und erst Recht beim geplanten EU-Referendum in Großbritannien. Alles in allem könnte die Lage in der EU unsicherer werden.

Zum dritten **bleibt auch der europäische Bankensektor schwer berechenbar**. Zugegeben: Die Banken haben in großem Umfang Risiken abgebaut und ihre Aktiva seit dem Höchststand im Mai 2012 um 12% verringert. Zugleich haben sie neues Kapital aufgenommen um ihre Kapitalquoten, wie von den Aufsichtsbehörden verlangt, zu stärken. Dennoch glauben wir, dass der noch nicht abgeschlossene Asset Quality Review sowie die Stresstests der European Banking Association nicht einfach werden, da die Glaubwürdigkeit der EZB auf dem Spiel steht. Auf jeden Fall möchte die Europäische Zentralbank vermeiden, als zahnlöser Tiger dazustehen, wenn sie ihre neue Aufgabe als Bankenaufseher übernimmt.

Investmentstrategie: Weiter auf risikoreichere Titel setzen

Die erste Jahreshälfte 2014 war außergewöhnlich. Nahezu alle Assetklassen verzeichneten Gewinne. Im Rentenbereich lagen die Erträge zwischen 1,5% bei japanischen Staatsanleihen und über 9% bei Fremdwährungsanleihen aus den Emerging Markets. Außer in Japan lagen auch Aktien überall im Plus. Und zu guter Letzt legten Rohstoffe 5,7% zu.

Besonders überraschend sind die hohen Gewinne am Aktienmarkt. Seit ihrem Tief von 676 Punkten im März 2009 haben sich die amerikanischen Aktienkurse fast verdreifacht. Sie haben zwei Jahre lang fast ununterbrochen zugelegt, ohne eine größere Korrektur (d.h. ohne Verluste über 5%).

Wir glauben, dass **auch langfristig alles gut sein wird, was auch in Zukunft für eine risikoreichere Allokation spricht**. Die Konjunktur wird leichte Fortschritte machen und die Inflation wird niedrig bleiben, so dass die Notenbanken ihrer sehr expansiven Geldpolitik treu bleiben können. Auch eine Analyse der Entwicklung von Staatsanleihenrenditen und Aktienkursen in den USA im Vorfeld der ersten Zinserhöhung⁵ bestätigt uns in unserer Einschätzung (Abbildung 4).

Abbildung 4

USA: Marktreaktion vor und nach der ersten Zinserhöhung

Monat der ersten Zinserhöhung	10-Jahres-Rendite		Aktienkurse (S&P 500)	
	1 Jahr zuvor (Bp.)	1 Jahr danach (Bp.)	1 Jahr zuvor	1 Jahr danach
August 1963	2	19	21,3%	15,5%
Februar 1994	-29	150	6,8%	2,2%
Juni 2004	140	-73	14,7%	6,1%
Durchschnitt	38	32	14,2%	8,0%

Quellen: Bloomberg und AXA IM Research

Bei den Unternehmen sehen wir keine irrationalen Übertreibungen, auch wenn Fusionen und Übernahmen boomen. Allerdings sind Aktien nicht mehr billig. Doch welcher Markt ist das schon?

Langfristig scheint also alles gut zu sein. Aber leider gibt es gerade in ruhigen Zeiten oft Überraschungen. Wichtig ist daher, nicht auf dem falschen Fuß erwischt zu werden. Betrachten wir daher die Fakten und prüfen die Risiken besser einmal zu viel als zu wenig.

Wie schon erwähnt, rechnen wir nach der Konjunkturdelle im 1. Quartal mit Fortschritten. Hinzu kommt, dass Janet Yellen in ihren letzten Reden wenig Zweifel daran gelassen hat, dass die US-Geldpolitik noch mindestens bis Mitte 2015 expansiv sein wird. Des Weiteren pumpen viele wichtige Notenbanken noch immer Liquidität in den Markt. Wir halten dies für eine wichtige Stütze für risikobehaftete Wertpapiere. Zugegeben: Aktien sind heute teuer (bei einem US-KGV von 19) und die Handelsvolumina fallen, doch das sind letztlich technische Dinge. Ihretwegen rechnen wir auf kurze Sicht nicht mit einer heftigen Korrektur. Wir setzen daher weiter auf risikobehaftete Titel.

Renten: Untergewichtet bleiben

Wie schon erwähnt, wurden wir bei unserem Renditeausblick auf dem falschen Fuß erwischt. Aber sollen wir ihn deshalb ändern? Wir meinen nein. Dennoch können wir die wachsende Divergenz zwischen den USA und dem Euroraum nicht ignorieren.

Wir sind uns noch immer recht sicher, dass die **amerikanischen Renditen steigen** je mehr wir uns dem Tag der

⁵ Wir haben ausschließlich Zeiträume betrachtet, in denen die Zinsen niedrig und mindestens zwölf Monate lang stabil waren.

Wahrheit nähern. In den kommenden Monaten dürften sich die US-Staatsanleiherenditen zwischen 2,5 und 2,8% bewegen, um dann gegen Jahresende in Richtung 3,0% zu steigen. Unsere Punktschätzung ist 2,9%. Daher **untergewichten wir US-Staatsanleihen**.

Für die **Bundesanleiherenditen erwarten wir jetzt einen Anstieg auf 1,5% zum Jahresende**, da die EZB klar gemacht hat, dass sie es mit ihrer neuen Forward Guidance sehr ernst meint. Zugleich wird die Inflation in den nächsten Monaten sehr niedrig bleiben, was die Deflationsdiskussion weiter anheizt. Aus unserer Sicht hat dies zwei direkte Konsequenzen: Erstens führen die Unterschiede in der Geldpolitik und der Inflation diesseits und jenseits des Atlantiks dazu, dass die Bundesanleiherenditen eher wenig auf Veränderungen der US-Renditen reagieren. In der Vergangenheit lag die Elastizität zwischen 0,2 und 0,8; zurzeit beträgt sie etwa 0,5. Wenn wir also annehmen, dass die Elastizität niedrig bleibt, dürfte der erwartete Renditeanstieg von 30 Basispunkten in den USA die Bundesanleiherenditen um höchstens 15 Basispunkte steigen lassen. Die Folge wäre ein Mehrertrag deutscher gegenüber amerikanischen Staatsanleihen. Aber trotz dieser Prognose raten wir, auch Bundesanleihen unterzugewichten.

Zum zweiten wird das neue Zugpferd der EZB, die TLTROs, zu einem **deutlichen Rückgang der Staatsanleihespreads führen, so dass die Banken auch weiterhin in Peripherieländeranleihen investieren** oder ihr Engagement sogar ausbauen. Auch deshalb bevorzugen wir südeuropäische Papiere gegenüber kerneuropäischen.

Unternehmensanleihen: Kurs halten

Auch wenn die Unternehmensanleihespreads rasch auf ihr Vorkrisenniveau zurückgehen und der Eindruck entsteht, als sei kaum ein Markt in den letzten Jahren überkauft gewesen als der Unternehmensanleihemarkt, erwarten wir doch eine Performance zumindest ähnlich der von Staatsanleihen – und die Möglichkeit von einem Konjunkturaufschwung zusätzlich zu profitieren.

Es müsste schon einiges zusammenkommen, damit wir den Markt vorsichtiger einschätzen: (1) Die Notenbanken müssten die Laune verderben. (2) Eine nachlassende Konjunktur müsste die Ausfallquoten steigen lassen. (3) Hohe Bewertungen: Wir müssen zugeben, dass Unternehmensanleihen teuer, wenn auch nicht exzessiv teuer sind. Auf unserer Skala weichen sie nach wie vor weniger als eine Stan-

dardabweichung vom fairen Wert ab. (4) Die Unternehmen müssen sich deutlich stärker verschulden; zurzeit beträgt der Quotient aus Nettoverschuldung und EBITDA (außerhalb des Finanzsektors) 1,6 und liegt damit nur wenig über dem Krisentief von 1,3. (5) Fusionen und Übernahmen müssen boomen, was angesichts der jüngsten Großfusionen durchaus ein Risiko ist.

Alles in allem bleiben wir bei unserer neutralen Gewichtung, da wir Unternehmensanleihen mehr zutrauen als Staatsanleihen.

Alles ist gut, aber Großbritannien niedriger und Asien höher gewichten

Wir raten weiter zu einer **Übergewichtung internationaler Aktien, kurz- wie langfristig**. Auf Länderebene bleiben wir **optimistisch für den Euroraum**. Der starke Euro war weder für die Umsätze noch für die Gewinnmargen gut, doch das liegt jetzt weitgehend hinter uns, und nach den Ankündigungen der EZB im Juni hat die Gemeinschaftswährung auch wieder etwas nachgegeben. Hinzu kommt, dass die Aufwertung bereits in den Gewinnerwartungen berücksichtigt ist. Jetzt steht eine Erholung der Gewinne an.

Hingegen setzen wir weiter auf eine **Untergewichtung der USA**, da die Bewertungskennziffern auf neue Höchststände gestiegen sind und der Gewinnzyklus weiter fortgeschritten ist als anderswo.

Großbritannien sollte man nur noch **neutral gewichten**. Die Investoren rechnen damit, dass die Bank of England als erste große Notenbank die Leitzinsen anhebt. Das Pfund wertet daher immer stärker auf; handelsgewichtet hat es seit Jahresbeginn schon 10% zugelegt. Die Analysten haben ihren Gewinnausblick daher drastisch gesenkt. Weitere Revisionen könnten folgen.

Im Gegensatz dazu raten wir, die **asiatischen Emerging Markets jetzt überzugewichten**. Hier sind die Bewertungen sowohl absolut als auch im Vergleich zu den Industrieländern attraktiv. Die Konjunktur hat ihren Tiefpunkt überschritten und dürfte sich erholen, wenn auch nur mäßig. Die Gewinnmargen dürften daher in Zukunft nicht mehr so stark zurückgehen und könnten sogar wieder etwas steigen. Der Inflationsausblick ist insgesamt günstig, so dass eine weitere Straffung der Geldpolitik wenig wahrscheinlich ist. Und last but not least sind die Investoren in Emerging-Market-Aktien noch immer massiv untergewichtet. Auch das begrenzt die Verlustrisiken.

Die Risiken im Nahen Osten in Zahlen

von Eric Chaney und Manolis Davradakis

Durch die Unruhen im Irak sind die Spot- und Terminpreise für Rohöl um 10 US-Dollar je Barrel gestiegen. Wir fragen uns daher, ob eine weitere Eskalation im Irak, in Syrien und möglicherweise auch in benachbarten Ländern die Weltwirtschaft aus dem Tritt bringen und zu Marktturbulenzen führen kann.

Ein ausgewachsener Bürgerkrieg kann den Ölpreis sicherlich drastisch steigen lassen. Mit geschätzten 3,1 Mio. Barrel täglich trägt der Irak 3,7% zur weltweiten Ölförderung bei. Fast 70% des irakischen Öls werden exportiert, 5,6% der weltweiten Rohöl-Exporte. Man darf den Irak daher nicht unterschätzen. Falls eine Krise auch auf den Iran (4,0% der weltweiten Ölförderung) und Kuwait (3,7%) übergreift, könnte die Ölversorgung massiv gestört werden. Ein Auseinanderbrechen des Iraks, gefolgt von einem langen Bürgerkrieg mit kurzen Phasen des Waffenstillstands – ähnlich wie im Libanon von 1975 bis 1990 – würde Investitionen im Irak verhindern. Das Land könnte seine Ölförderung dann nicht auf ein Niveau steigern, das angesichts der nachgewiesenen Ölreserven von 9% der weltweiten Vorkommen angemessen wäre. Vermutlich würde dies zu einem höheren langfristigen Gleichgewichtspreis für Rohöl führen, zumal der Irak das einzige Land ist, das durch schnelle Anpassungen der Fördermengen der Preismacht Saudi-Arabiens, des größten Ölproduzenten, etwas entgegensetzen kann.

In unserem aktuellen Negativszenario gehen wir davon aus, dass sich die Unruhen im Irak auf Syrien, den Iran und Kuwait ausweiten, Saudi-Arabien, Katar und die Vereinigten Arabischen Emirate allerdings nicht destabilisieren. Die USA verzichten auf eine direkte militärische Intervention, haben aber genug Macht, um ein vollständiges Auseinanderbrechen des Iraks zu verhindern. 2015 folgt daher eine Phase der, wenn auch fragilen, Stabilisierung. Für dieses eigentlich noch recht gute Szenario wollen wir nun den Ölpreis prognostizieren. Selbstverständlich sind auch noch wesentlich pessimistischere Szenarien denkbar.

Wir haben daher geschätzt, wie der Rohölpreis auf Angebotsstörungen reagiert. Dabei gehen wir für die kommenden Wochen von vorübergehenden Fördermengeneinbußen von 5 Mio. Barrel täglich aus, also 6% der weltweiten Ölförderung und 13% des Ölexportes. Der Rohölpreis würde dann auf 150 US-Dollar je Barrel (oder noch weiter) steigen und dann wieder fallen, da andere Länder wie Saudi-Arabien und Libyen die Lücke zum Teil schließen. Da wir kein vollständiges Auseinanderbrechen des Iraks erwarten, rechnen wir für 2015 mit einer gewissen Stabilisierung und einer ansatzweisen Rückkehr der Ölförderung und der Ölexporte zur Normalität. Für 2015 erwarten wir daher einen durchschnittlichen Rohölpreis von 114 US-Dollar je Barrel, also kaum etwas anderes als in unserem aktuellen Basisszenario.

Nach unseren Schätzungen würden die Störungen der Ölförderung und der Preisanstieg das Weltwirtschaftswachstum in den Jahren 2014 und 2015 ceteris paribus um einen Prozentpunkt dämpfen. Die Inflation würde weltweit um etwa 0,8 Prozentpunkte steigen.

Kommen wir zu den Finanzmärkten: Weitere Zinssenkungen der führenden Notenbanken sind nicht möglich, da die Leitzinsen bereits Null betragen. Dennoch glauben wir, dass die Notenbanken alles tun werden, um den Schock abzufedern. Sie werden dazu noch mehr Liquidität bereitstellen und alle Instrumente einsetzen, die sie seit 2008 entwickelt haben.

Liquiditätsspritzen der Notenbanken würden die Panik sicherlich begrenzen, dennoch würden Investoren in die altbekanntesten sicheren Häfen wie US-Staatsanleihen, deutsche Bundesanleihen, französische OATs und britische Gilts flüchten – und natürlich auch in Gold. Im Euroraum würden die Bundesanleiherenditen kurzfristig unter 1,0% fallen, und die Peripherieländerspreads würden sich im Zuge der nachlassenden Risikobereitschaft der Investoren ausweiten. Auch die Unternehmensanleihespreads würden steigen, im Investmentgrade-Bereich und mehr noch im High-Yield-Bereich, und die Emerging-Market-Spreads würden ebenfalls zulegen. Für die Aktienmarktentwicklung könnten die 1970er Jahre ein Anhaltspunkt sein. Auch wenn die Weltwirtschaft längst nicht mehr so ölabhängig ist wie damals, würde ein Prozentpunkt weniger Wachstum auch jetzt noch große Auswirkungen auf Unternehmensgewinne und Gewinnerwartungen haben. Allerdings sind die Märkte mit einem KGV von 18 heute sehr viel höher bewertet als 1973 mit einem KGV von 12. Damals brachen die Aktienkurse weltweit um über 50% ein. Dies scheint auch jetzt unter den beschriebenen Annahmen der wahrscheinlichste Fall zu sein.

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.