

Weltwirtschaftsprognose gesenkt: 2016, das schwächste Jahr seit 2009

Aktien nach Gewinnen verkaufen, Duration nach Renditeanstieg verlängern

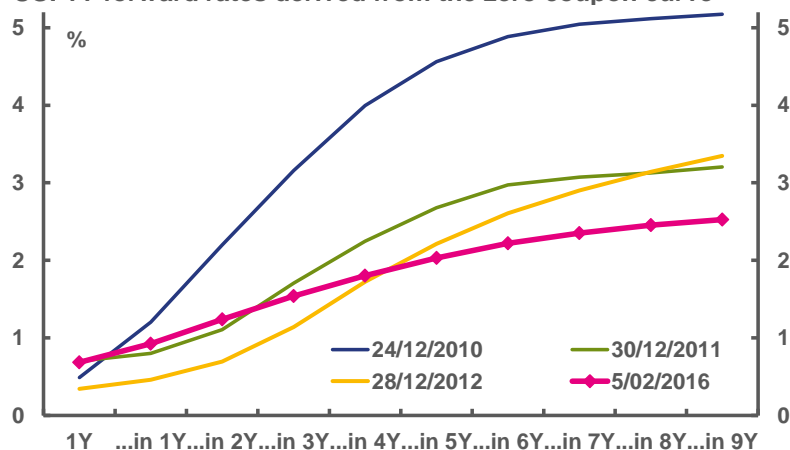
Im Überblick

- Aufgrund schwacher Daten und strafferer Finanzierungsbedingungen haben wir unsere weltweite Wachstumsprognose für 2016 von 3,1 auf 2,7% gesenkt. Der Ölpreis dürfte sich bei 35 US-Dollar stabilisieren.
- Gesenkt haben wir vor allem unsere Prognosen für die USA und die Emerging Markets. Nach 2,4% im Vorjahr dürfte die US-Wirtschaft dieses Jahr nur um etwa 1,7% wachsen. Angesichts des mäßigen Produktivitätswachstums und der schwachen Weltkonjunktur erwarten wir in den USA um 5% niedrigere Unternehmensgewinne.
- Die Geldpolitik dürfte expansiver werden als erwartet. Bis zum Jahresende wird die Fed die Zinsen wohl nicht mehr erhöhen. EZB, BoJ und PBC dürften die Geldpolitik noch wesentlich stärker lockern.
- Wir sehen aber weder klare Anzeichen für eine drohende Rezession in den USA noch für eine harte Landung in China.
- Aktien und High-Yield-Anleihen scheinen überverkauft, so dass in den nächsten drei Monaten eine Erholung möglich scheint. Mittel- bis langfristig setzen wir jetzt aber auf eine Untergewichtung von Aktien und High Yield.
- Aufgrund der vermutlich eher lockeren Geldpolitik halten wir bei höheren US-Renditen eine lange Duration für sinnvoll. Deutsche Bundesanleihen schätzen wir neutral ein, Peripherieländerpapiere positiv. Langfristig erscheinen uns Investmentgrade-Unternehmensanleihen interessant.
- Über- und Unterschätzung des Wirtschaftswachstums scheinen gleich wahrscheinlich. Die Weltwirtschaft könnte unerwartet stark unter strafferer Finanzierungsbedingungen leiden, aber auch stärker vom billigen Öl profitieren. Hinzu kommen ein möglicher Brexit, ein Politikwechsel in China und die ungewollten Folgen einer strengeren Bankenregulierung, insbesondere in Europa.

Abbildung 1

USA: Flachere Forward-Kurve, aber keine Rezession in Sicht

US: 1Y forward rates derived from the zero coupon curve



Quellen: Federal Reserve Board und AXA IM Research

Empfehlungen für die Asset-Allokation

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

▲ / ▼ Veränderung ggü. dem Vormonat

Quelle: AXA IM Research

Wir senken unsere Prognose für das Weltwirtschaftswachstum in diesem Jahr von 3,1 auf 2,7%.¹ Damit wäre 2016 das schwächste Jahr seit 2009, mit einem um einen halben Prozentpunkt niedrigeren Weltwirtschaftswachstum als im Durchschnitt der Jahre 2008 bis 2015 (der gemessen an der Zeit vor der Krise ohnehin schon nicht sehr hoch war). Zum Vergleich: Der IWF hat seine Prognose zwar gesenkt, erwartet aber noch immer 3,4%.² Wir sind aber nicht so pessimistisch, dass wir eine Rezession erwarten. Wir gehen einfach nur von einem weltweiten Nachfragemangel aus, so dass die Nachfrage nicht so stark steigt wie das Angebot – obwohl das Potenzialwachstum aufgrund fehlender Investitionen weltweit etwas abnimmt.

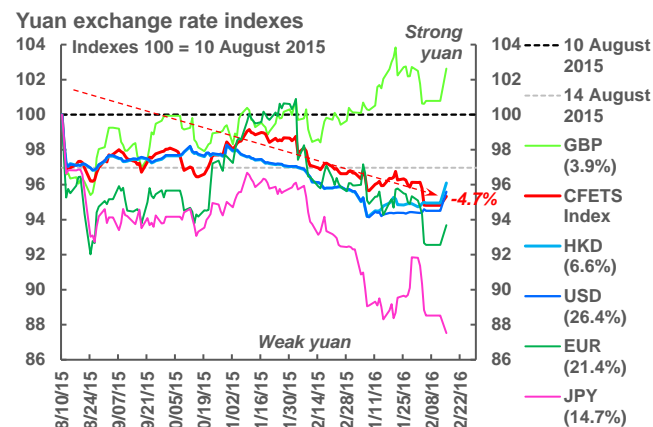
Notenbanken mit einer expansiven Geldpolitik dürften sich daher zu einer noch stärkeren Lockerung entschließen, und die Fed wird ihre Normalisierungspolitik wohl mit noch mehr Vorsicht betreiben. Wenn die Notenbanken bei einer schwachen Weltkonjunktur ihren einsamen Kampf gegen die Deflation fortsetzen, ohne von der Fiskalpolitik unterstützt zu werden, dürften die Anleiherenditen sehr niedrig bleiben. Aber sie werden nicht unbedingt weiter fallen. Grundsätzlich ist dieses Umfeld für risikoreiche Titel (wie Aktien oder Staats- und Unternehmensanleihen geringerer Qualität) ungünstig, doch könnten Liquiditätsspritzen ihnen von Zeit zu Zeit wieder etwas Leben einhauchen.

Die Konjunktur war seit Jahresbeginn unerwartet schwach – allerdings nicht so schlecht, wie der Einbruch am Aktienmarkt glauben macht. Mäßige Zahlen kamen aus den USA, China, den Emerging Markets und mit Einschränkungen auch aus Europa und Japan. Die Wirtschaft schwächelt allerorten, nicht nur in den bekannten Krisenländern Russland und Brasilien. Am meisten überrascht hat die amerikanischen Industrie. Das verarbeitende Gewerbe wächst nicht, und die Verbraucher haben den unerwarteten Reichtum durch niedrigere Energiepreise auf die hohe Kante gelegt, statt ihn auszugeben.

Dennoch halten wir eine Rezession in den USA und eine harte Landung in China für äußerst unwahrscheinlich. Trotz des deutlichen Rückgangs der Anleiherenditen seit Jahresbeginn hat die amerikanische Forward-Kurve noch immer eine positive Steigung (Abbildung 1). Auch wenn die hohe Risikoaversion in der Zukunft liegende Forward Rates künstlich niedrig hält, setzt man an den Märkten noch immer eher auf eine Normalisierung der Geldpolitik als auf eine Neuauflage der Zinssenkungen und des Quantitative Easing. In China haben die Behörden den Schuldenabbau und den Übergang von einer exportorientierten Wirtschaft zu einem ausgewogeneren Modell (in dem der Dienstleistungssektor schneller wächst als die Industrie) bislang recht gut im Griff – und warum sollte sich das ändern? Eine der größten Herausforderungen für China ist allerdings, die Kapitalabflüsse zu stoppen. Ausgelöst wurden sie durch die Lockerung der Wechselkurspolitik im August 2015. Da China von einem freien Kapitalverkehr noch immer weit entfernt ist, hat der Staat noch immer viele Möglichkeiten, die Kapitalflucht

zu begrenzen und für eine geordnete Yuan-Abwertung zu sorgen. Erst am 13. Februar hat Notenbankgouverneur Zhou uns wieder daran erinnert (Abbildung 2). Der freie Fall des Yuan ist kein Schicksal.

Abbildung 2
Seit August 2015 hat der Yuan 5% verloren



Quellen: Datastream und AXA IM Research

Die Risiken für unsere Prognose sind jetzt ausgewogener. Die starke Aktienmarktkorrektur führt letztlich zu strafferen Finanzierungsbedingungen weltweit, da für die Unternehmen die Kapitalkosten steigen und die Verbraucher zum Ausgleich für ihre Vermögensverluste möglicherweise mehr sparen. Dass eine Aktienmarktkorrektur der Realwirtschaft schadet, ist allgemein bekannt. Ausmaß und Zeitpunkt sind aber höchst unsicher.

Noch immer halten wir ein höheres Angebot für den Hauptgrund des Ölpreisverfalls, so dass er letztlich gut für die Realwirtschaft ist. Die revolutionäre Ölgewinnung aus Schiefer bleibt uns erhalten, auch wenn die enormen Investitionen unrentabel werden. Deshalb – und weil die Verbraucher ihre Einsparungen durch niedrige Energiekosten weltweit auf die hohe Kante legen – hatten die fallenden Ölpreise zunächst einmal negative Folgen. Am Ende dürften die Verbraucher aber zumindest einen Teil ihrer unfreiwilligen Ersparnisse konsumieren, so dass die gesamtwirtschaftliche Nachfrage steigt. Bislang waren wir hier zu optimistisch, so dass wir jetzt das Verbraucherverhalten etwas konservativer einschätzen. Die Weltwirtschaft dürfte bei höheren Konsumausgaben stärker wachsen als erwartet.

Auswirkungen auf die Märkte könnten auch systemische Risiken haben, die sich nicht leicht quantifizieren lassen, selbst wenn man mit Wahrscheinlichkeiten arbeitet (vgl. Box „Zeigen die Märkte systemische oder konjunkturellen Risiken an?“). Betrachten wir nun die wichtigsten Regionen im Einzelnen.

USA: Wachstumsprognose auf 1,7% gesenkt, 2016 nur eine Zinserhöhung

Die schwächere Weltkonjunktur hatte unerwartet starke Auswirkungen auf die USA. Wir senken unsere BIP-Prognose für 2016 daher von 2,1 auf 1,7%. Unser Ausblick für die Weltwirtschaft und insbesondere für den US-Export hat sich in den letzten drei Monaten deutlich verschlechtert.

¹ Wenn der Ölpreis 2016 im Schnitt 35 USD je Barrel Brent beträgt.

² Wir gewichten die regionalen und länderspezifischen Wachstumsprognosen mit den Kaufkraftparitäten.

Außerdem ist der handelsgewichtete Dollar-Wechselkurs in dieser Zeit um über 4% gestiegen – aufgrund der Erwartung einer strafferen US-Geldpolitik, der expansiven Geldpolitik in anderen Ländern und der abnehmenden Risikobereitschaft. All dies hatte große Auswirkungen auf die amerikanische Industrie, deren Produktion nicht mehr wuchs – und der Energiesektor brach noch stärker ein. Die Schwäche der Industrie führte zu einer Lagerkorrektur, die im 4. Quartal 2015 ein um (annualisiert) 0,7 Prozentpunkte geringeres Wirtschaftswachstum zur Folge hatte und wohl erst Anfang 2016 zu Ende geht. Es gibt aber wenig Hinweise auf ein Übergreifen der Schwäche auf andere Sektoren, und auch der Ausblick für den Konsum war in den ersten Wochen des neuen Jahres stabil. Wir erwarten daher zwar eine mehrere Quartale dauernde Lagerkorrektur, aber keinen anhaltenden Abschwung.

Der schwächere Ausblick dürfte Auswirkungen auf die amerikanische Geldpolitik haben. Noch zu Jahresbeginn sprachen Vertreter der Fed von durchaus möglichen vier Zinserhöhungen in diesem Jahr. Aufgrund der weiteren Lockerung der Geldpolitik in anderen Ländern, insbesondere im Euroraum und Japan, hätte dies aber eine massive Dollaraufwertung zur Folge. Da wir für 2016 in den USA ein Wirtschaftswachstum etwa in Höhe des kurzfristigen (unter der geringen Produktivität leidenden) Potenzialwachstums erwarten, rechnen wir jetzt nur noch mit einer Zinserhöhung in diesem und zwei im nächsten Jahr. Selbst dann besteht noch das Risiko, dass die USA zu viel der weltweiten Disinflation importieren. Da es am Arbeitsmarkt aber kaum Hinweise auf Überkapazitäten gibt und die Inflation aufgrund von Basiseffekten etwas steigen dürfte, spricht viel für eine gewohnt vorsichtige Fed, die auch das Risiko eines allmählichen Inflationsanstiegs im Blick hat.

Euroraum: Recht immun gegen eine schwächere Weltkonjunktur, aber die Banken ...

Noch immer wächst der Euroraum moderat, ohne klare Anzeichen für einen Abschwung. Dies liegt daran, dass der Euroraum zurzeit in ungewöhnlich geringem Maße vom Export abhängt; privater Verbrauch, Staatsausgaben und Bau treiben die Wirtschaft. Dennoch senken wir unsere Wachstumsprognose für 2016 von 1,6 auf 1,4%, und zwar aus zwei Gründen: Erstens dürfte der Nettoexport aufgrund der schwachen Nachfrage der USA und Asiens einen noch negativeren Wachstumsbeitrag leisten als bislang vermutet, was auch nicht ohne Folgen für die Unternehmensinvestitionen bleibt. Zweitens gibt es Zweifel an der Rentabilität europäischer Banken. Neue Bilanz- und Regulierungsvorschriften erschweren ihnen die Refinanzierung, vor allem in Italien.³ Dies könnte die Kreditvergabe einschränken und damit Auswirkungen auf die Realwirtschaft haben. Auch könnte es dem Vermögen italienischer Haushalte schaden, die stark in Banken investiert sind. Angesichts der niedrigen Inflation und der einsetzenden Zweitrundeneffekte dürfte die EZB ihre Geldpolitik im März massiv lockern. Möglicherweise wer-

³ Alimi, M., Venizelos, G. und Madesclaire, T., „[Italian banks: no bad bank, no silver bullet](#)“, AXA IM Research, 9. Februar 2016

den der Einlagensatz um weitere 10 bis 20 Basispunkte gesenkt und die Wertpapierkäufe ausgeweitet.

Großbritannien: Damoklesschwert Brexit

Unsere Wachstumsprognose für Großbritannien haben wir nur leicht gesenkt, von bislang 2,1% für 2016 und 2,3% für 2017 auf jeweils 2,0%. Die schwächere Weltkonjunktur dürfte auch Auswirkungen auf Großbritannien haben, obwohl der 5,5-prozentige Rückgang des handelsgewichteten Sterling-Wechselkurses in den letzten drei Monaten den Export stützt. Die niedrigeren Ölpreise schaden aber dem Nordseeöl, so dass die Förderung in den nächsten Quartalen stärker zurückgehen dürfte. Auch halten wir die Pfundschwäche nur für vorübergehend, ausgelöst durch die Spekulationen über einen Brexit. Wenn Großbritannien nach einem erfolgreichen Referendum EU-Mitglied bleibt – für uns nach wie vor der wahrscheinlichste Fall – würde das Pfund stark aufwerten, was den britischen Exporten erneut schadete. Ein schwächerer Konjunkturausblick und die bei einer strafferen Geldpolitik wahrscheinliche Pfundaufwertung in der zweiten Jahreshälfte dürfte die Notenbank von Zinserhöhungen in diesem Jahr abhalten. Wir erwarten den ersten Zinsschritt jetzt für Mai 2017 (statt wie bisher angenommen November 2016) und rechnen mit zwei Zinserhöhungen im nächsten Jahr.

Japan: (Etwas) mehr Wachstum

Japan enttäuscht aufs Neue. Im 4. Quartal 2015 ist das BIP erneut geschrumpft, und zwar um 1,4% (annualisiert). Der private Konsum steigt nicht, da den steigenden Nominaleinkommen eine höhere Inflation und höhere Inflationserwartungen gegenüberstehen. Wir senken unsere Wachstumsprognose für 2016 von 1,1 auf 0,9% – wegen des schwächeren Startwerts, aber auch wegen der Yen-Aufwertung und der geringen Nachfrage aus Asien. Die japanische Notenbank hat die Märkte letzten Monat mit einem negativen Einlagenzins überrascht. In diesem Jahr scheinen weitere Überraschungen denkbar, möglicherweise neuerliche Zinssenkungen und eine Verlängerung der Käufe von Aktien und REITs.

Emerging Markets: Doppelschlag

Unsere Wachstumsprognose für die Emerging Markets haben wir für dieses Jahr von 4,0 auf 3,6% gesenkt (nach 3,7% im Jahr 2015). Wir reagierten damit auf die fallenden Rohstoffpreise, den schwachen Welthandel und das niedrige Wachstum in China. Gesenkt haben wir vor allem die Prognosen für Lateinamerika und Asien und hier insbesondere für Brasilien und China. Die brasilianische Volkswirtschaft ist 2015 um 3,7% geschrumpft. Für dieses Jahr erwarteten wir zunächst nur einen BIP-Rückgang um 1,7%, rechnen aber jetzt mit 3,2% Minus. Die politische Krise und der Zika-Ausbruch könnten der Wirtschaft schaden. Nach 6,9% im Jahr 2015 erwarteten wir für China in diesem Jahr zunächst 6,3% Wachstum, rechnen aber jetzt nur noch mit 6,1%. Das Umfeld bleibt schwierig, sowohl für den Export (aufgrund der geringeren Nachfrage aus den USA und der EU) als auch für die

Binnenwirtschaft (infolge steigender Marktvolatilität und schwerer Ungleichgewichte). Nachdem die russische Wirtschaft letztes Jahr um 4,4% geschrumpft ist, erwarten wir 2016 einen weiteren Rückgang des BIP um 1%. Unsere Prognose blieb damit unverändert. Sie beruht auf den Annahmen, dass der Ölpreis von zurzeit 35 US-Dollar nur noch wenig fällt und die Notenbank ihre Zinsen nicht wieder so stark erhöht wie Ende 2014 – damals waren es 650 Basispunkte. Da der Rohstoffpreisverfall die lateinamerikanischen Währungen abwerten lässt und damit für Inflation sorgt, bleibt die Geldpolitik hier straff. Der Welthandel ist wenig dynamisch und kann die Emerging Markets nicht stützen. Frühindikatoren für den Export, beispielsweise die Welthandelserwartungen französischer Multinationals auf Sicht von einem Jahr, sind alles andere als vielversprechend.

Aktien: Nutzen Sie einen vorübergehenden Aufschwung für Verkäufe

Im Oktober und November hatten wir vorgeschlagen, Aktien nur noch neutral zu gewichten. **Heute raten wir zu einer taktischen Übergewichtung, zugleich aber zu einer langfristigen Untergewichtung.** Unserer Ansicht nach haben die Märkte auf die mäßige Konjunktur übertrieben reagiert. Seit ihrem Höchststand haben Aktien weltweit etwa 20% verloren, was bei einer leichten Rezession angemessen wäre. Wir rechnen aber nicht mit einer weltweiten Rezession und glauben, dass die amerikanischen Unternehmensgewinne 2016 nur um 5% fallen, eine mäßige Korrektur. Außerdem signalisieren unsere Indikatoren, dass die Märkte überverkauft sind. So liegt die Stimmung der amerikanischen Investoren jetzt zwei Standardabweichungen unter ihrem Durchschnitt. Früher folgte auf so schwache Werte meist eine Erholung um 5 bis 10%. Nur in einem von zwölf Fällen war es anders, im Januar 2008.

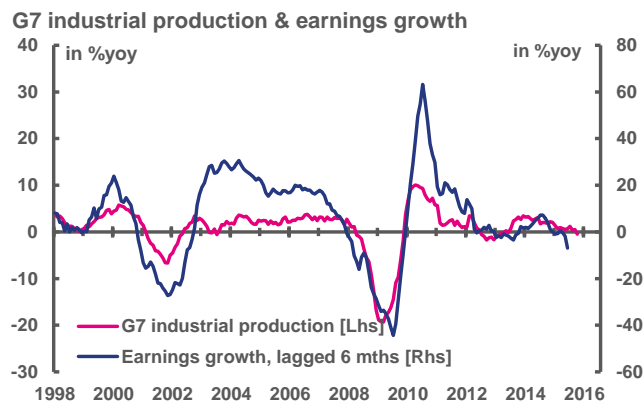
Unsere pessimistische **Langfristeinschätzung stützt sich auf Folgendes:** (1) Wir senken unsere Prognose für die Unternehmensgewinne auf weltweit 0% Wachstum und schließen steigende Risiken im Jahresverlauf nicht aus. (2) Die amerikanische Produktivität dürfte um 0,4% p.a. steigen, was dem Durchschnitt seit 2012 entspricht. Die Hoffnungen auf ein höheres Produktivitätswachstum im letzten Jahr haben sich trotz der Normalisierung des Arbeitsmarkts zerschlagen; der Zuwachs war ähnlich hoch wie zuvor. Schwaches Produktivitätswachstum ist für Aktien alles andere als gut, insbesondere, wenn nahezu Vollbeschäftigung herrscht und die Löhne deshalb steigen dürften. (3) Weltweit steigt die Verschuldung zwar nicht, wohl aber in den USA. Aktienrückkäufe sowie Fusionen und Übernahmen haben die Nettoverschuldung der Unternehmen auf durchschnittlich 62% des Eigenkapitals steigen lassen. Heute ist das Verhältnis so hoch wie zuletzt vor der Finanzkrise. (4) Die Verflachung der Zinsstrukturkurven weltweit und die höheren Ausfallquoten aufgrund der Probleme im Energiesektor bringen Banken weltweit neue Schwierigkeiten.

Trotz der jüngsten Kursrückgänge haben sich die Bewertungen kaum verändert, da die Gewinne ebenfalls gefallen sind. Der MSCI World notiert noch immer beim 18- bis 19-fachen der tatsächlichen Gewinne (und der erwarteten, wenn sich unsere Prognose von 0% Gewinnwachstum als richtig erweist).

Das ist nicht wenig. Gemessen an den Anleiherenditen erscheinen Aktien allerdings fair bewertet. So beträgt der Gewinn je Aktie, ein Indikator für den realen Aktienertrag, in den USA 5%; die reale Zehnjahresrendite gemessen an inflationsindexierten Anleihen aber nur 0,5%. Mit 4,5% liegt die Aktienrisikoprämie damit noch immer über den 3,5% der Jahre 2005 und 2006.

Abbildung 3

Schwaches Umsatzwachstum dämpft Gewinne



Quellen: Datastream und AXA IM Research

Es stellt sich die Frage, ob die von uns erwartete weltweite Lockerung der Geldpolitik (mit Ausnahme der USA) die Lage bessern kann. Lange meinten wir, dass irgendwann nicht mehr die Liquidität, sondern das Gewinnwachstum die Märkte voranbringt. Zwar rechnen wir nicht mit einem plötzlichen Ausbleiben der Liquidität, doch dürfte in Zukunft das unerwartet schwache Wirtschaftswachstum die Marschrichtung vorgeben. Langfristig verlangen Investoren dann höhere Risikoprämien, was niedrigere Bewertungen zur Folge hat. Die KGVs würden dann wieder auf ihren sehr langfristigen Durchschnitt von etwa 15 zurückgehen.

Anleihen: Nutzen Sie steigende Renditen, um die Duration zu verlängern

Seit dem Zinsschritt im Dezember sind die amerikanischen Zehnjahresrenditen um etwa 60 Basispunkte gefallen, etwa gleichmäßig verteilt auf die Laufzeitprämie und die Erwartungen zur Geldpolitik. Aufgrund schwacher Daten und aktueller Äußerungen von Fed-Mitgliedern (Fischer, Dudley) erwarten die Märkte den nächsten Zinsschritt jetzt eher Ende dieses Jahres oder Anfang 2017. Die Offenmarktausschussmitglieder dürften sich in nächster Zeit eher in Richtung einer expansiveren Geldpolitik äußern und betonen, dass die Konjunkturrisiken aufgrund der strafferen Finanzierungsbedingungen gestiegen sind.

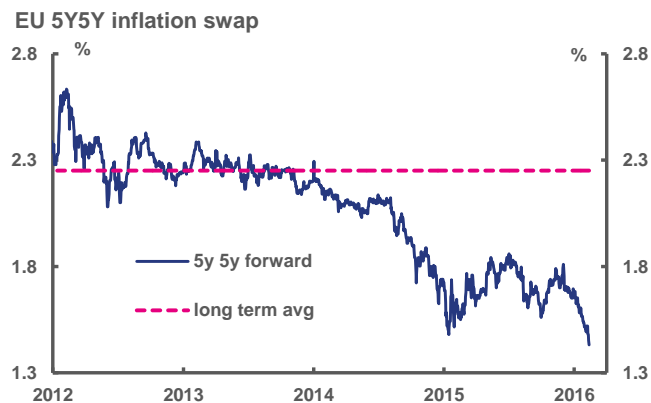
Anders als von uns bislang erwartet würde die Laufzeitprämie dann noch längere Zeit negativ bleiben. Wir senken deshalb unsere Prognose für den Jahresendwert der US-Zehnjahresrendite von 2,6 auf 1,8%. Die anhaltende Unsicherheit an den internationalen Aktienmärkten könnte die seit Jahresbeginn zu beobachtende Flucht in die Qualität weiter verstärken. Wir raten, erstens, kurzfristig zu einer neutralen Duration und empfehlen zweitens,

steigende Renditen zu nutzen, um die Duration langfristig zu verlängern.

Anhaltende Deflationssorgen haben im Euroraum für niedrige Renditen gesorgt. Einer der vermutlich meistbeachteten Indikatoren, die für heute in fünf Jahren erwartete Fünfjahresinflation, ist wieder so niedrig wie zu der Zeit, als EZB-Präsident Mario Draghi den Beginn des Quantitative Easing offiziell verkündete (Abbildung 4). Es gibt wenig Zweifel daran, dass es die EZB im März noch einmal wissen will und das Quantitative Easing aufstockt. Aber wie weit wird sie gehen? Wir rechnen mit einer weiteren Senkung des Einlagenzinses um mindestens 10 Basispunkte und würden uns auch über 20 Punkte nicht wundern, ergänzt um ein noch größeres Wertpapierkaufprogramm.

Das Risiko-Ertrags-Profil langlaufender deutscher Bundesanleihen ist allerdings alles andere als befriedigend. Wenn ihre Rendite auch in den kommenden zwölf Monaten etwa 30 Basispunkte beträgt, würde selbst ein kleiner Renditeanstieg zu Verlusten führen. Schließlich liegt die Duration von Zehnjahrespapieren bei fast zehn Jahren!

Abbildung 4
Inflationserwartungen wieder auf Allzeittief



Quellen: Datastream und AXA IM Research

Zugegeben: Die allgemein nachlassende Konjunktur war nicht gerade gut für Peripherieländieranleihen, deren Spreads gestiegen sind. Doch die derzeitige Rendite von etwa 170 Basispunkten für italienische Zehnjahresanleihen (deren Duration 9 Jahre beträgt) lässt noch immer Raum für einen Renditeanstieg, ohne dass jeglicher Vorteil gegenüber Bundesanleihen verloren wäre. **Im Euroraum bleiben wir daher bei einer neutralen Gewichtung von Bundesanleihen und einer Übergewichtung der Peripherieländer.**

Credit: High-Yield-Spreads stark gestiegen, aber Investmentgrade langfristig attraktiver

Die abnehmende Risikobereitschaft der Anleger seit Jahresbeginn ist an Unternehmensanleihen – und insbesondere an High Yield – nicht spurlos vorübergegangen. Wir halten den wachsenden Zinsabstand zwischen High Yield und Investmentgrade seit Mitte 2015 für übertrieben – er beträgt jetzt mehr als eine Standardabweichung. Kurzfristig dürften High-Yield-Anleihen daher einen Teil ihres Minderertrags gegenüber Investmentgrade-Papieren wieder wettmachen. Seit Jahresbeginn

haben sich die High-Yield-Spreads bereits weniger stark ausgeweitet als die Investmentgrade-Spreads (um das Beta bereinigt). Die heutigen amerikanischen High-Yield-Spreads von etwa 800 Basispunkten wären angemessen, wenn die Volkswirtschaft nur um etwa 1,25% wächst – und damit um deutlich weniger als die von uns prognostizierten, bereits sehr pessimistischen 1,7%.

Mittel- bis langfristig könnte man mit Investmentgrade-Anleihen allerdings mehr verdienen als mit High Yield. Wenn die Weltwirtschaft bei niedriger Inflation schwach wächst, müssen die führenden Notenbanken ihre Geldpolitik lockern. Das begünstigt Titel mit einer längeren Duration – und damit Investmentgrade gegenüber High Yield.

Aktien: Beta langfristig senken

Kurzfristig **macht uns vor allem der amerikanische Aktienmarkt Sorgen**; die Gründe haben wir bereits genannt. Wir setzen daher zunächst auf eine Unterbewertung amerikanischer Aktien. Da ihr Beta gegenüber internationalen Aktien aber nur 0,9 beträgt, ist der US-Markt eher defensiv. **Dies spricht für eine langfristig neutrale Gewichtung.**

Übergewichtet bleiben wir im Euroraum, da wir den Gewinnausblick optimistischer einschätzen. Die Umsatz- und Gewinnindikatoren sprechen noch immer für 5% Gewinnwachstum. Allerdings dämpft die derzeitige Eurostärke die Gewinnaussichten.

In Japan bleiben wir übergewichtet. Die japanische Notenbank überraschte mit gestaffelten Negativzinsen für Bankeinlagen bei der Notenbank. Für uns ist dies aber noch kein Hinweis darauf, dass das Wertpapierkaufprogramm an seine Grenzen stößt. Wir rechnen deshalb mit noch mehr Quantitative Easing, um den Yen weiter zu schwächen. Das Gewinnwachstum war zuletzt mit kaum mehr als Null alles andere als hoch, und die Exporte haben stark enttäuscht. Doch im Maschinenbau steigen die Auftragsgänge weiter um 5 bis 10%. Für die Gewinne ist dies gut, auch wenn die Analystenerwartungen mit 11% Zuwachs hoch erscheinen. Andererseits ist der Markt mit einem KGV von 14,5 recht günstig bewertet.

Die Aussicht auf höhere US-Leitzinsen ist für die Emerging Markets sicherlich ein Damoklesschwert. **Im Aktienbereich raten wir aber dennoch zu einer jeweils neutralen Gewichtung von Industrieländern und Emerging Markets.** Unternehmensgewinne und Konjunktur bleiben schwach. Wenn sich aber der Ölpreis wie von uns erwartet stabilisiert und das durchschnittliche KGV weiter 12 beträgt, spricht dies für die Emerging Markets. Innerhalb der Anlageregion bevorzugen wir Asien und setzen damit auf einen Erfolg der chinesischen Regierung bei ihren Bemühungen, die Märkte zu stabilisieren. Auf den zweiten Platz kommt Osteuropa. Beide Regionen sind günstig bewertet. Weiterhin negativ schätzen wir den stark rohstoffabhängigen lateinamerikanischen Markt ein.

Zeigen die Märkte systemische oder konjunkturelle Risiken an?

Von Eric Chaney

Die derzeitigen Kursturbulenzen, vor allem bei Banktiteln, scheinen den Konjunkturdaten zu widersprechen. Richtig ist, dass das Weltwirtschaftswachstum hinter den Erwartungen zurückbleibt. Rückblickend scheint die Entscheidung der Fed vom Dezember fraglich. Auch wird die Ölschwemme noch eine Weile anhalten, und die Euroraum-Banken werden ihre Bücher bereinigen müssen. China kämpft mit einem Rückgang seiner Währungsreserven um monatlich 100 Mrd. USD. Die Spannungen zwischen den beiden erdöl- und erdgasreichsten Ländern der Welt, Saudi-Arabien und Iran, sind beängstigend. Und schließlich auch ist der Zustrom von Flüchtlingen aus dem Nahen Osten eine politische Herausforderung für Westeuropa. Alles richtig. Richtig, aber nicht neu. Schwächeres Wachstum ist sicher nicht förderlich für Unternehmensgewinne, muss aber noch lange keinen Börsenkrach auslösen.

Dennoch büßte der MSCI World Index von Mai 2015 bis zum 11. Februar 18% ein. Für die meisten Analysten, auch für unser Strategie-Team, ist das eine Baisse. Manche meinen, dass wir am Rande einer Finanzkrise ähnlich wie 2008 stehen. Diese Befürchtung wird den Analysen nicht gerecht: Anfang 2008 näherte sich der Ölpreis 140 USD, nicht etwa aufgrund einer hohen Nachfrage (die Weltkonjunktur ließ bereits nach), sondern wegen Spekulationen über einen Luftangriff auf den Iran. In der Rückschau wird dieser Angebotsengpass oft übersehen. Hauptauslöser der Krise waren die beispiellosen Hypothekenschulden weltweit, die nur um den Preis erheblicher Risiken für das Weltfinanzsystem abgebaut werden konnten, angefangen in der USA. Heute kostet Rohöl 30 USD, die Immobilienschulden sind in den meisten Ländern niedrig und steigende Unternehmensschulden in den Schwellenländern sind hauptsächlich in China ein Thema.

Vielleicht reagieren die Märkte also in einem glanzlosen Makroumfeld sensibel auf eher systemische Risiken. Hierzu zählen aus volks- und finanzwirtschaftlicher Sicht vor allem drei:

1. Ein Brexit kann ungewollten Folgen haben

Großbritanniens Zukunft in der EU ist ungewiss. Das Referendum wird voraussichtlich im Juni stattfinden. Zwar erwarten wir, dass das Königreich in der EU bleiben wird, aber das ist keineswegs sicher. Sollte der Brexit am Ende eine Mehrheit bekommen, wird sich kurzfristig nichts ändern, da die Verhandlungen mit der EU bis zu zwei Jahre dauern werden. Allerdings wäre die Verunsicherung an den Märkten enorm. Londons Zukunft als Finanzplatz könnte infrage gestellt werden. Britisches Recht gilt als äußerst verlässlich für internationale Verträge, insbesondere in der Finanzwirtschaft. Es ist aber weitgehend durch EU-Gesetzgebung beeinflusst. Müsste man diese Verträge also überprüfen? Das ist eine weitere Unsicherheitsquelle. Die systemrelevante Dimension des Brexits liegt in Londons Bedeutung als globaler Finanzplatz, einmal abgesehen von der Unsicherheit über die Zukunft der EU.

2. Die Politik bestimmt Chinas Strategie – aber Politik kann sich ändern

Chinas Devisenreserven schmelzen rapide. Jährlich nehmen sie um rund 1 Billion USD ab – bei einem Bestand von ‚nur‘ 3,2 Billionen USD. Solange die lockere Geldpolitik der PBC anhält und außerdem der Hongkong-Dollar fest an den Dollar gebunden bleibt, wird der rapide Devisenabfluss anhalten. Den Entscheidungsträgern bleiben drei Optionen: (1) Eine Kehrtwende in der Geldpolitik. Dafür müsste die PBC den Leitzins anheben. (2) Abwertung zulassen. (3) Strenge asymmetrische Kapitalkontrollen. Es sieht so aus, als kämen die Optionen 1 und 2 aus wirtschaftspolitischer Sicht nicht infrage, sodass nur die Kapitalkontrollen bleiben. Wirklich? Wie wahrscheinlich sind politischer Wandel, Reformblockaden und das zumindest teilweise Ende der Öffnung? Offensichtlich wäre ein Kurswechsel der chinesischen Wirtschaftspolitik ein systemischer Schock, und zwar nicht nur aufgrund der schieren Größe Chinas (dessen Wirtschaftsleistung es gerechnet in Dollar fast mit dem Euroraum aufnehmen kann), sondern auch wegen seiner starker Verflechtung mit der Weltwirtschaft.

3. Der Fluch der unvollendeten Bankenunion

Weltweit werden Banken genau beobachtet. Europäische Banken haben allerdings eine Sonderstellung: Der MSCI World Banks Index für den Euroraum ist in den letzten zwölf Monaten um 28% gefallen, sein internationales Pendant um 22%. Seit die EBA 2015 ihren Transparenzbericht für Europa vorgelegt hat, ist allseits bekannt, dass es in einigen Ländern besorgniserregend viele notleidende Forderungen gibt (23,4% des BIP in Irland, 17,1% in Italien, 15,8% in Spanien, 14,5% in Portugal; Stand Juni 2015). Um dem Ganzen die Krone aufzusetzen, wurden die Gründe für die beträchtlichen Verluste der Deutschen Bank 2015 (6,8 Mrd. EUR) von der EBA nicht erfasst. In Italien ging die Wirtschaft seit ihrem Höhepunkt 2008 um 9% zurück. Die italienische Regierung musste ihr ‚Bad Bank‘-Programm aufgeben, weil ihr durch den Stabilitätspakt kein Spielraum dafür blieb (vgl. Maxime Alimi und Greg Venizelos: [No bad bank, no silver bullet](#)). Die gutgemeinte Idee hinter der BRRD-Richtlinie (nennen wir sie die Bail-in-Richtlinie) bestand in der Verringerung von Fehlanreizen, um die Steuerzahler zu entlasten. Solche Fehlanreize entstehen durch den Willen, systemrelevante Banken um jeden Preis zu retten – Stichwort „Too big to fail“. Die Bereinigung des Bankensystems nach einer großen Krise erfordert aber weit mehr als eine Gläubigerbeteiligung. Die derzeitige Marktentwicklung könnte in der Angst begründet liegen, dass wir in der Zwickmühle stecken: Bei einem Bail-in verlieren Banktitel an Wert (meist Anleihen, aber auch Aktien), während weitere Bail-outs nötig sein könnten, aber am Stabilitätspakt scheitern. Vielleicht stimmt dies nicht, aber angesichts der Komplexität lässt es sich auch nicht widerlegen. Die Größe europäischer Banken spricht für systemische Ursachen der Kursverluste, nicht für konjunkturelle.

Die Zukunft wird zeigen, ob diese systemischen Risiken eintreten. Abgesehen vom Brexit, der ein Ablaufdatum hat, könnten sie länger bestehen, als uns lieb ist.

AXA IM Research gibt es auch online: <http://www.axa-im.com/en/research>



hier erhältlich:



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 eine Anlageberatungsdienstleistung dar. Bitte beachten Sie, dass in diesem Dokument teilweise öffentliche Daten offizieller Herausgeber von Wirtschafts- und Marktstatistikunternehmen 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 kann.