

Japanische Septemberversprechen

Mit der Überprüfung ihrer Politik weckt die BoJ Erwartungen und stiftet Verwirrung

Im Überblick

- Dank unerwartet guter US-Konjunkturdaten und der trotz Brexit-Votum wieder höheren Risikobereitschaft haben die Aktienmärkte im Juli überraschend stark zugelegt.
- Die Zentralbanken haben die Märkte insgesamt enttäuscht, wecken aber hohe Erwartungen. Wegen der Verwirrung um die Politik der japanischen Zentralbank haben japanische Staatsanleihen stark verloren.
- Wir erwarten, dass die Fed die Zinsen im Dezember erhöht und die Bank of England ihre Geldpolitik bis zum Jahresende schrittweise lockert. Die Bank of Japan dürfte nach der umfassenden Überprüfung ihrer Politik im September erneut enttäuschen; die EZB wird ihr Wertpapierkaufprogramm nächsten Monat wohl verlängern.
- In diesem Umfeld lassen wir Aktien untergewichtet und Staatsanleihen neutral gewichtet. Wir favorisieren weiterhin Unternehmensanleihen, die von der weltweiten Renditejagd und der guten Markttechnik in Europa profitieren.

Abbildung 1
Renditejagd japanischer Investoren



Quellen: Japanisches Finanzministerium, AXA IM Research – Stand 22.07.2016

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

USA wieder im Rampenlicht

Nach der Aufregung über das Brexit-Votum wenden sich die Anleger jetzt wieder den Konjunkturaussichten der USA zu. Mit Ausnahme des BIP im 2. Quartal fielen die Daten zuletzt recht solide aus. Vor allem die Beschäftigungszahlen im Juni stärkten die Hoffnung, dass der Arbeitsmarkt den Konsum in den kommenden Monaten stützen wird. Wir erwarten in der zweiten Jahreshälfte mehr Wachstum, zumal die amerikanischen Unternehmen offenbar im 2. Quartal die Lagerbestände erheblich reduzierten. Für 2017 prognostizieren wir weiterhin ein moderates Wachstum von 2,1%. Der Markt schließt sich unserer Einschätzung allmählich an (aktuelle Konsens-erwartung: 2,2%).

Dieses Umfeld und die moderate Finanzmarktvolatilität nach dem Brexit-Votum bewogen die US-Notenbank, die Fed, in ihrer Juli-Sitzung zu einer etwas restriktiveren Erklärung. Ihr zufolge ist eine Zinserhöhung noch in diesem Jahr – eventuell bereits im September – durchaus möglich. Wir halten einen kurzfristigen Zinsschritt weiterhin für unwahrscheinlich, gehen aber von einer Zinserhöhung im Dezember aus. Der Markt ist davon keineswegs überzeugt. Er schätzt die Wahrscheinlichkeit einer Zinserhöhung bis Jahresende nur auf rund 40%.

Nach der offiziellen Nominierung der beiden Kandidaten rücken die amerikanischen Präsidentschaftswahlen ins Rampenlicht. Die Meinungsumfragen signalisieren ein Kopf-an-Kopf-Rennen: Zurzeit liegt Hillary Clinton auf Landesebene in Führung, Donald Trump dagegen in einigen Schlüsselstaaten (Florida, Pennsylvania). Die Unsicherheit wegen der Präsidentschaftswahlen hat die Aktienindizes nicht von neuen Rekorden abgehalten, dürfte aber nach dem Sommer für mehr Volatilität sorgen.¹

Brexit: der Tag danach

In Großbritannien wurde nach dem überraschenden Brexit-Votum schnell eine neue Regierung gebildet, mit Theresa May als Premierministerin. Eine stabile Regierung dürfte einen Fahrplan und eine Strategie für den Austritt aus der EU erstellen können. Wir rechnen Anfang 2017 mit der Aktivierung von Artikel 50.²

Während die politischen Entwicklungen die Märkte beruhigt haben, bestätigen sich unsere pessimistischeren Erwartungen zu den wirtschaftlichen Folgen des Brexit. Allerdings liegen für die Zeit nach dem Referendum noch keine harten Daten vor, sondern nur Umfragewerte. Sie sind fast ausnahmslos eingebrochen. Die aktuellen Einkaufsmanagerindizes, die CBI-Umfrage und das Lloyds Business Barometer deuten auf ein stark verschlechtertes Geschäftsklima hin. Das Verbrauchervertrauen und Indikatoren für den Wohnimmobiliensektor sind ebenfalls stark gefallen. Wir halten den Brexit für sehr schlecht für die britische Wirtschaft und prognostizieren nur noch 1,8% Wachstum für 2016 und 0,4% für 2017.

¹ Page, D., „[US elections: a post-primary primer](#)“, AXA IM Research, 2. August 2016

² Page, D., „[Brexit: next steps](#)“, AXA IM Research, 22. Juli 2016

Die Bank of England (BoE) hat die Märkte (aber nicht uns) mit ihrer Passivität im Juli überrascht. Allgemein wird jetzt in diesem Monat mit einer Zinssenkung gerechnet, nur ihre Höhe ist fraglich. Der Markt schätzt die Wahrscheinlichkeit einer Senkung um 50 Basispunkte auf 10%. Mehr Quantitative Easing (QE) wird ebenso diskutiert wie ein neues „*Funding for Lending*“-Programm. Unserer Einschätzung nach wird die Notenbank weiter schrittweise vorgehen und erst im November die Zinsen senken und das QE aufstocken.

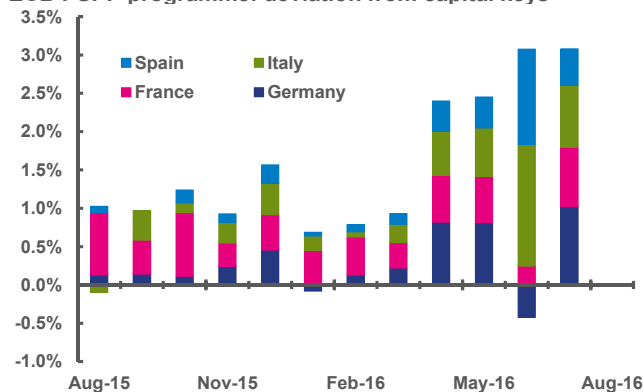
In den Daten für den Euroraum schlägt sich das Brexit-Votum bis jetzt nicht nieder. Die Unternehmensumfragen fielen im Juli durchweg solide aus (außer vielleicht in Irland). Das BIP-Wachstum im 2. Quartal entsprach mit 0,3% gegenüber dem Vorquartal den Erwartungen. Das ist nach dem starken 1. Quartal ein technisch bedingter Wachstumsrückgang, der aber unseres Erachtens immer noch einen stabilen Wachstumstrend anzeigt. Für 2017 lassen allerdings mehrere Faktoren weniger Wachstum erwarten: die schwächere Nachfrage aus Großbritannien, die nachlassende Unterstützung durch niedrigere Energiepreise und einen schwächeren Euro sowie eine voraussichtlich restriktivere Fiskalpolitik in einigen Ländern (insbesondere in Spanien).

Die EZB hat bereits angedeutet, dass ihre September-Sitzung wichtig werden wird. Auch wenn die Daten seit Juni insgesamt den Erwartungen entsprachen, wird sich der Wachstumsausblick durch das Brexit-Votum deutlich eintrüben. Wir erwarten daher in Übereinstimmung mit dem Markt, dass das Wertpapierkaufprogramm um sechs Monate bis September 2017 verlängert wird. Eine weitere Senkung des Einlagensatzes halten wir für unwahrscheinlich (der Markt schätzt die Wahrscheinlichkeit hierfür auf 30%). Ein anderes wichtiges Thema ist die konzeptionelle Änderung des Staatsanleihekaufprogramms, die wegen der Knappheit deutscher Staatsanleihen erforderlich ist. Die Anleihekäufe weniger am Kapitalschlüssel, sondern mehr an der Marktkapitalisierung auszurichten, dürfte kaum zulässig sein, auch wenn vorübergehende Abweichungen vom Kapitalschlüssel möglich sind und bereits vorkamen (*Abbildung 2*). Wir erwarten eher, dass der Einlagensatz als Renditeuntergrenze für Staatsanleihekäufe aufgegeben wird, sodass kurzlaufende Bundesanleihen wieder kaufbar werden.

Abbildung 2

Deutsche Staatsanleihen sind knapp – wegen der EZB

ECB PSPP programme: deviation from capital keys



Quellen: EZB und AXA IM Research

Japan: auf der Suche nach dem Helikopter

Die japanische Wirtschaftspolitik hat erneut enttäuscht. Anders als erwartet hat die Bank of Japan (BoJ) keine Zinssenkung, sondern nur verstärkte Aktienkäufe angekündigt. Gouverneur Kuroda hat für die nächste Sitzung (20. bis 21. September) eine umfassende Überprüfung der Geldpolitik in Aussicht gestellt, womit er erneut Erwartungen weckte und für Verwirrung sorgte. Wir halten eine strategische Neuausrichtung der Abenomics auf noch radikalere Maßnahmen für unwahrscheinlich und versprechen uns von der Überprüfung keine bedeutenden Änderungen wie Helikoptergeld oder Käufe ewiger Anleihen. Außerdem verlagert sich der Schwerpunkt der japanischen Wirtschaftspolitik ohnehin von der Geld- auf die Fiskalpolitik. Die Regierung Abe hat für 2016 bis 2017 ein überraschend großes Konjunkturprogramm angekündigt. Deshalb haben wir unsere Wachstumsprognose für 2017 von 1,0 auf 1,2% angehoben.

Aktien untergewichten, Staatsanleihen neutral, Unternehmensanleihen übergewichten

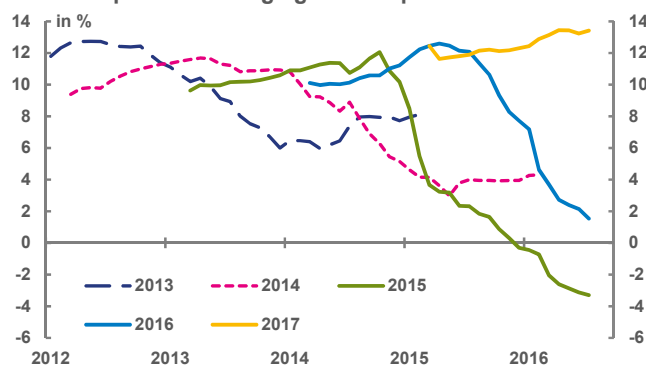
Entgegen allen Erwartungen ließen sich die Märkte durch das Brexit-Votum nicht nachhaltig erschüttern. Aktien entwickelten sich im vergangenen Monat gut. Hauptgrund war, dass die US-Konjunkturdaten positiv überraschten und die Gewinnausweise nicht so schlecht ausfielen wie erwartet.

Das Konjunkturmilieu ist allerdings immer noch schwierig. Die Weltwirtschaft wächst nur mäßig und für 2017 ist keine Besserung in Sicht. Die Gewinnmargen sinken, während die Löhne in den USA weiter steigen. Rückkäufe haben in den letzten 18 Monaten die Aktienmärkte maßgeblich gestützt, aber Bilanzoptimierung kann schwache Fundamentaldaten nicht dauerhaft ausgleichen. Allerdings haben die Unternehmen besonnen investiert und kontrollieren die Kosten weiterhin sorgfältig. Große Umstrukturierungen und Entlassungen, um die Margen wieder zu steigern, gab es aber nicht.

Die Analysten erwarten fast 10% Gewinnwachstum in den nächsten zwölf Monaten und etwa 15% im Jahr 2017 (Abbildung 3). Wir teilen diesen Optimismus nicht, denn weder die Umsätze noch die Gewinne entwickeln sich positiv. Daher rechnen wir für 2017 mit stagnierenden Gewinnen.

Abbildung 3

15% Gewinnwachstum 2017 erscheinen optimistisch Global equities: earnings growth expectations



Quellen: Datastream, I/B/E/S-Schätzungen und AXA IM Research

Wir halten deshalb die jüngste Aktienrallye für kurzlebig. Ihre Ursache war die Unterschätzung der amerikanischen Konjunkturaussichten und die sehr defensive Positionierung vor dem britischen Referendum. Da sich beides normalisiert hat, bleiben wir in internationalen Aktien untergewichtet.

Auf Länderebene halten wir an unserer defensiven Ausrichtung fest: Defensive Märkte wie die USA und Großbritannien sind neutral gewichtet, Märkte mit hohem Beta wie der Euroraum, Japan und Lateinamerika untergewichtet. Die asiatischen Emerging Markets lassen wir wegen ihrer passablen Wachstumsaussichten und ihrer expansiven Geldpolitik übergewichten.

Bei Staatsanleihen raten wir weiterhin zu einer Positionierung. Trotz bescheidener Ertragsaussichten sind Verkäufe kurzfristig nicht angezeigt, solange die Markttechnik solide bleibt. Zudem könnte die relativ optimistische Marktstimmung bei Enttäuschungen kippen und eine Flucht in sichere Werte einsetzen.

Innerhalb der Assetklasse bleiben wir in amerikanischen Staatsanleihen übergewichtet, obwohl wir noch in diesem Jahr eine Zinserhöhung der Fed erwarten. Eine Straffung der Geldpolitik dürfte die Staatsanleiherenditen leicht steigen lassen. Die Fed dürfte aber an ihrer tendenziell lockeren Geldpolitik keinen Zweifel lassen und damit mögliche Renditesprünge eindämmen. Wir erwarten die amerikanische Zehnjahresrendite zum Jahresende bei 1,6%. Damit böten zehnjährige US-Staatsanleihen relativ attraktive risikoadjustierte Erträge.

Bei japanischen Staatsanleihen empfehlen wir nach den jüngsten Kursbewegungen, Gewinne auf die untergewichtete Position zu realisieren. Der Markt hat sich nach unserer Einschätzung der BoJ-Politik weitgehend angeschlossen, und die Risiken sind jetzt ausgewogener. Der starke Ausverkauf in den letzten Tagen spiegelt die Verwirrung um die zukünftige Geldpolitik bei geringer Liquidität und erheblichen Durationsanforderungen wider. Da die Japaner immer stärker weltweit nach Rendite suchen, wie die starken Kapitalabflüsse zeigen, ist die Politik der BoJ für die westlichen Anleihemärkte zurzeit besonders wichtig (Abbildung 1).

Deutsche Bundesanleihen werden durch die deutlich negativen Nettoemissionen im August und die Käufe der EZB gestützt. Das kurzfristig wichtigste Marktereignis dürfte die September-Sitzung der EZB sein. Wenn – wie von uns erwartet – der Einlagensatz als Renditeuntergrenze für Staatsanleihekäufe aufgegeben wird, dürften die Kurzfristzinsen stärker fallen als die Langfristzinsen, sodass die Zinsstrukturkurve steiler wird. Wenn dagegen die Anbindung der Staatsanleihekäufe an die Kapitalschlüssel gelockert wird, werden die Peripherieländer-Spreads profitieren. In beiden Fällen dürfte der Druck auf die Renditen langfristiger Bundesanleihen etwas nachlassen. Insgesamt rechnen wir bis Jahresende mit Bundesanleiherenditen zwischen -0,2 und +0,1%.

Die Peripherieländer-Spreads haben sich wegen der Gerüchte um die Kapitalschlüssel und wegen der positiven Ergebnisse des Stresstests der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde stark verengt. Wir bleiben in Peripherieländeranleihen neutral gewichtet, solange sie ein

weniger attraktives Risiko-Ertrags-Profil bieten als Euro-Unternehmensanleihen. Außerdem machen uns die politischen Aussichten für Italien in den nächsten Monaten Sorgen.

Unternehmensanleihen haben dank einer deutlichen Spreadverengung im Juli ihre kurzfristigen Verluste nach dem Brexit-Votum mehr als wettgemacht. Internationale Investmentgrade-Anleihen liegen seit Jahresbeginn mit 8% im Plus, internationale High-Yield-Anleihen haben Erträge von über 10% erzielt. Wir lassen die Assetklasse dennoch übergewichtet, weil wir erwarten, dass starke technische Faktoren wie die Auslandsnachfrage nach amerikanischen Investmentgrade-Anleihen und die Käufe Euro-denominierter Investmentgrade-Anleihen durch

die EZB die ungünstigen Bewertungen überkompensieren und die Renditejagd verstärken. Außerdem erscheint die Verschuldung der Unternehmen im aktuellen Niedrigzinsumfeld beherrschbar.

Amerikanische High-Yield-Anleihen könnten bei einem starken Ölpreisverfall unter Druck geraten (im Juli war das allerdings nicht der Fall). In Europa hat sich die Situation italienischer Banken stabilisiert. Grund hierfür sind die positiven Stresstestergebnisse vom 29. Juli, aber auch die private Rekapitalisierungsinitiative für Monte Paschi. Jeder Rückschlag könnte allerdings den Gläubigern italienischer Banken wieder Haftungssorgen bereiten, was Euro-denominierte Unternehmensanleihen in Mitleidenschaft ziehen könnte.

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.