

Die Dollarstärke trifft die Emerging Markets

Monatliche Investmentstrategie

Der starke US-Dollar macht wieder Probleme

Vor fünf Jahren¹ erinnerte Professorin Hélène Rey die in Jackson Hole versammelten Zentralbanker daran, dass ein von der Fed, der wichtigsten Zentralbank von allen, ausgehender Schock aufgrund der engen Kapitalmarktverflechtung weltweite Folgen haben kann. Die Straffung der internationalen Finanzbedingungen, also die steigenden US-Renditen und die Dollaraufwertung, sind deshalb der wohl wichtigste Grund für den jüngsten Ausverkauf an den Emerging Markets. Wenig hilfreich waren aber der amerikanische Protektionismus, der die internationalen Lieferketten unterbrechen kann, die Angst vor einem unerwartet starken Rückgang der chinesischen Binnennachfrage sowie eine Reihe länderspezifischer Entwicklungen.

Wie so oft litten die Länder mit den schwächsten Fundamentaldaten am stärksten, also jene mit prozyklischer Konjunkturpolitik, mangelnder Unabhängigkeit der Notenbank und ähnlichen Besonderheiten. Vor allem aber bekamen die Länder mit dem größten externen Finanzierungsbedarf Probleme, obwohl Leistungsbilanzdefizite in Ländern im Aufholprozess und mit strukturell höheren Erträgen einfach dazugehören. In schwierigen Zeiten machen sie sie aber auch krisenanf alliger. Anders als früher, etwa nach dem Taper Tantrum 2013 und der Verringerung des Quantitative Easing der Fed, traf der jüngste Ausverkauf aber nicht alle Schwellenländer gleich. Ob am Ende die Finanzbedingungen in allen Emerging Markets straffer werden oder es diesmal nur einzelne Länder trifft, wird entscheidend für die Auswirkungen auf die Weltwirtschaft sein. Im ersten Fall ist mit weitreichenden Konsequenzen zu rechnen, sodass die Fed vielleicht noch einmal über ihre Geldpolitik nachdenken wird, im zweiten Fall dürfte sich die Folgen in Grenzen halten.

Von großer Bedeutung vor allem für die asiatischen Emerging Markets ist der schwächere chinesische Import. Hier waren die jüngsten monatlichen Konjunkturdaten allerdings beruhigend: Sie lieferten erste Anzeichen für eine Stabilisierung des Wachstums, wobei insbesondere die Industrieproduktion und die Einzelhandelsumsätze positiv überraschten. Enttäuschend waren vor allem die Infrastrukturinvestitionen, der Hauptgrund für die seit Jahresbeginn nachlassende chinesische Konjunktur. Die chinesische Regierung bemüht sich intensiv darum, den Abwärtstrend zu stoppen – mit Maßnahmen von einer Lockerung der Finanzbedingungen für Kommunen bis hin zu Liquiditätsspritzen durch niedrigere Mindestreserveanforderungen für Banken und mittelfristige Kreditfazilitäten.

Im Überblick

- Die Emerging Markets leiden unter den weltweit strafferem Finanzbedingungen (steigende US-Renditen und Dollaraufwertung).
- Zurzeit betrifft der Ausverkauf aber nur einzelne Länder; die Auswirkungen auf die Konjunktur lassen sich handhaben.
- Wegen des hohen US-Wachstums und der Inflation in Höhe des Zielwerts dürfte die Fed die Leitzinsen bis Mitte 2019 wie erwartet anheben. Auch andere wichtige Zentralbanken haben bestätigt, dass sie die Geldpolitik allmählich normalisieren wollen.
- Wir bleiben bei unserer Asset-Allokation mit einer Übergewichtung von US- und Emerging-Market-Aktien und einer Untergewichtung von Euro-Anleihen.

¹ H. Rey, „Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence“, NBER, zuletzt überarbeitet im Februar 2018.

Die Industrieländer-Notenbanken bleiben bei ihren Plänen, neigen aber zu einer lockeren Geldpolitik

Im 2. Quartal ist das US-BIP um 4,2% gewachsen (annualisiert) und damit so stark wie seit vier Jahren nicht mehr. Die US-Konjunktur scheint also stabil; Konjunkturindikatoren sprechen weiter für hohes Wachstum. Für das 3. Quartal erwarten wir 2,8%, und es könnte sogar noch mehr werden. So ist der ISM-Einkaufsmanagerindex im August auf ein 14-Jahres-Hoch gestiegen. Wenn wir uns die Wachstumsstruktur ansehen und auch die Revisionen der Einkommenszahlen und die negativen Folgen der US-Handelspolitik berücksichtigen, erwarten wir einen Rückgang des US-BIP-Wachstums auf 2,3% im Jahr 2019 (was unter den Konsenserwartungen von 2,5% und dem für dieses Jahr zu erwartenden Wachstum von 2,9% liegen würde). Dieser noch immer hohe Wert deutlich über dem Potenzialwachstum und der entstehende inländische Inflationsdruck dürften die Fed veranlassen, die Geldpolitik weiter zu straffen und die Leitzinsen anzuheben, sowohl nächste Woche als auch im Dezember. Für das Jahresende würden wir damit eine Federal Funds Rate von 2,25% bis 2,50% erwarten, was auch weitgehend den Einschätzungen an den Finanzmärkten entspricht. 2019 dürften die Leitzinsen dann noch dreimal angehoben werden. Die Äußerungen des Fed-Vorsitzenden Jerome Powell in Jackson Hole sind uns aber nicht entgangen. Sie sprechen für eine vorsichtigeren Geldpolitik, wenn sich der Leitzins neutralem Terrain nähert, das aus Sicht der US-Notenbank bei 2,8% bis 3,0% liegt.

Unterdessen haben die Europäische Zentralbank (EZB) und die Bank of Japan nach wenig ereignisreichen Zentralbankratsitzungen ebenfalls ihre Pläne bestätigt, die Geldpolitik schrittweise zu normalisieren. Wir glauben, dass die EZB nur bei einem größeren Schock von der im Juni bekannt gegebenen Rückführung des Quantitative Easing (mit einem Auslaufen der Nettokäufe im Dezember) abweicht. Falls sich die Konjunktur so entwickelt, wie es die EZB und auch wir prognostizieren, dürfte die Notenbank im September 2019 den Einlagensatz anheben. Doch auch wenn EZB-Präsident Mario Draghi erneut von ausgewogenen Risiken und einer nachlassenden Inflationsunsicherheit sprach (was wir beides genauso sehen), halten wir eine lockere Geldpolitik im Zweifel für wahrscheinlicher als eine straffere. Vielleicht wird die erste Leitzinserhöhung noch weiter hinausgezögert.

Asset-Allokation: Verschmähen Sie Emerging-Market-Aktien nicht

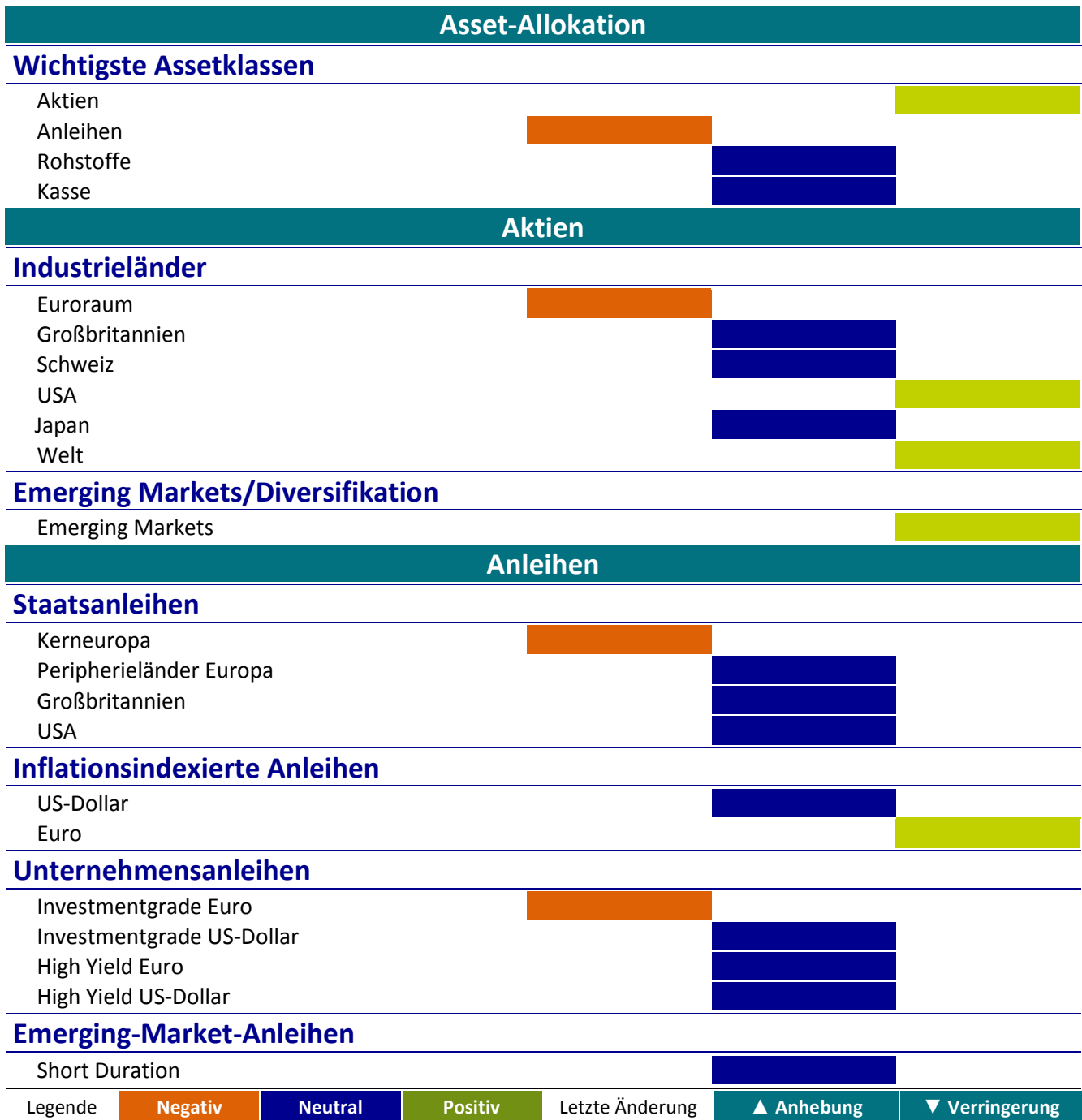
Wie erwähnt, blieben Emerging-Market-Titel seit Jahresbeginn deutlich hinter Industrieländerpapieren zurück, sodass der Mehrertrag seit 2016 mehr als zunichtegemacht wurde. Damals ging ihm ebenfalls eine lange Phase der Mindererträge voraus, von 2012 bis 2015, sodass Emerging-Market-Papiere assetklassenübergreifend vergleichsweise billig waren. Dies galt insbesondere für Währungen, die wegen der US-Dollar-Erholung deutlich abgewertet haben. Günstig bewertet, wenn auch nicht ganz so stark, waren aber auch Aktien und Credits (und hier vor allem High-Yield- und weniger Investmentgrade-Titel). Allerdings sind Emerging-Market-Papiere absolut gesehen nicht extrem billig, da sie ebenso wie Industrieländertitel vom Quantitative Easing profitiert haben. Die Bewertungen sind also eher relativ als absolut gesehen günstig.

Zur Marktstimmung ist anzumerken, dass die jüngsten Umfrageergebnisse eine deutliche Untergewichtung der Investoren an den Emerging Markets anzeigen. Extreme Abflüsse blieben bisher aber aus, sodass es angesichts der kumulierten Zuflüsse seit der Erholung der Emerging Markets Mitte 2016 in den nächsten Wochen zu weiteren Abflüssen kommen könnte. Die derzeitige Lage lässt sich zum Teil mit den stabilen Fundamentaldaten der meisten Emerging-Market-Länder erklären. Die Leistungsbilanzen der Emerging Markets (ohne China) scheinen nur leicht defizitär, und die Währungsreserven der allermeisten Länder scheinen nach dem Kriterien des Internationalen Währungsfonds ausreichend.

Alles in allem behalten wir unsere Asset-Allokation bei. Wir gehen moderate Risiken ein und übergewichten US-Aktien (aufgrund des hohen Gewinnwachstums bei günstigen Bewertungen). Untergewichtet bleiben wir in Euro-Anleihen, da die Normalisierung der Kerninflation und eine positive Entwicklung in Italien zu einem neuerlichen Anstieg der kerneuropäischen Renditen führen könnten.

[Hier können Sie die komplette September-Ausgabe der Investmentstrategie \(auf Englisch\) herunterladen.](#)

Empfohlene Asset-Allokation



Quelle: AXA IM Research, Stand September 2018

Konjunkturprognosen im Überblick

| Jahresprognosen BIP (%) | 2016 | 2017 | 2018* | | 2019* | |
|----------------------------------|-------------|------------|------------|---------|------------|---------|
| | | | AXA IM | Konsens | AXA IM | Konsens |
| Welt | 3,3 | 3,8 | 3,8 | | 3,7 | |
| Industrieländer | 1,7 | 2,4 | 2,3 | | 2,0 | |
| USA | 1,6 | 2,3 | 2,9 | 2,9 | 2,3 | 2,6 |
| Euroraum | 1,7 | 2,5 | 2,0 | 2,2 | 1,8 | 1,8 |
| Deutschland | 1,9 | 2,5 | 2,0 | 2,0 | 1,9 | 1,7 |
| Frankreich | 1,1 | 2,3 | 1,6 | 1,8 | 1,7 | 1,8 |
| Italien | 0,9 | 1,5 | 1,1 | 1,2 | 1,0 | 1,1 |
| Spanien | 3,3 | 3,1 | 2,7 | 2,8 | 2,2 | 2,3 |
| Japan | 1,0 | 1,7 | 1,1 | 1,1 | 0,8 | 1,2 |
| Großbritannien | 1,8 | 1,7 | 1,4 | 1,3 | 1,6 | 1,5 |
| Schweiz | 1,4 | 1,1 | 2,3 | 2,2 | 1,7 | 1,7 |
| Emerging Markets | 4,4 | 4,7 | 4,8 | | 4,9 | |
| Asien | 6,5 | 6,5 | 6,4 | | 6,4 | |
| China | 6,7 | 6,8 | 6,5 | 6,6 | 6,3 | 6,4 |
| Sonstiges Asien | 6,2 | 6,0 | 6,4 | | 6,5 | |
| Lateinamerika | -0,6 | 1,3 | 1,9 | | 2,4 | |
| Brasilien | -3,5 | 1,0 | 2,0 | 1,7 | 2,0 | 2,6 |
| Mexiko | 2,9 | 2,0 | 2,3 | 2,3 | 2,4 | 2,1 |
| Europa | 1,6 | 3,8 | 2,8 | | 2,1 | |
| Russland | -0,2 | 1,5 | 1,9 | 1,8 | 1,8 | 1,8 |
| Polen | 2,9 | 4,6 | 4,0 | 4,4 | 3,5 | 3,5 |
| Türkei | 3,2 | 7,0 | 3,6 | 4,1 | 0,8 | 3,3 |
| Sonstige Emerging Markets | 4,4 | 2,6 | 3,6 | | 3,9 | |

Quellen: Consensus Economics, IWF und AXA IM Research, Stand 19. September 2018

| Jahresprognosen Inflation (%) | 2017 | 2018* | | 2019* | |
|----------------------------------|------------|------------|---------|------------|---------|
| | | AXA IM | Konsens | AXA IM | Konsens |
| Industrieländer | 1,6 | 2,2 | | 2,2 | |
| USA | 2,1 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,2 |
| Euroraum | 1,5 | 1,7 | 1,7 | 1,5 | 1,6 |
| Japan | 0,5 | 1,2 | 1,0 | 1,0 | 1,1 |
| Großbritannien | 2,7 | 2,5 | 2,5 | 2,0 | 2,1 |
| Schweiz | 0,2 | 0,6 | 0,9 | 0,6 | 1,0 |
| Sonstige Industrieländer | 1,6 | 3,0 | | 3,2 | |

Quellen: Consensus Economics, IWF und AXA IM Research, Stand 19. September 2018

Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

Zentralbankprognosen

| | | Aktuell | Sep. 18 | Okt. 18 | Nov. 18 | Dez. 18 | Jan. 19 | Feb. 19 |
|----------------------|-------------------|--------------|---------|------------|---------|---------|---------|---------|
| USA (Fed) | Datum | | 26. | -- | 8. | 19. | 30. | -- |
| | Leitzins (Bp.) | 1,75–2,00 | +25 Bp. | -- | k.Ä. | +25 Bp. | k.Ä. | -- |
| Euroraum (EZB) | Datum | 30 Mrd. bis | 13. | 25. | -- | 13. | 24. | -- |
| | Leitzins (Bp.)/QE | Sep. 18 | k.Ä. | QE 15 Mrd. | -- | QE-Ende | k.Ä. | -- |
| Japan (BoJ) | Datum | -0,1/80 Bio. | 19. | 31. | -- | 20. | 22. | -- |
| | Leitzins (Bp.)/QE | (JGBs) | k.Ä. | k.Ä. | -- | k.Ä. | k.Ä. | -- |
| Großbritannien (BoE) | Datum | 0,50 | 13. | -- | 8. | 20. | -- | 7. |
| | Leitzins (Bp.) | | k.Ä. | -- | k.Ä. | k.Ä. | -- | k.Ä. |

Quellen: Datastream, AXA IM Research, Stand 19. September 2018

| Assetklasse | Index | Aktuell | Zielspanne | | Ertrag | |
|----------------------------------|------------|---------|------------|-----------|-------------------------|------------|
| | | | 3 Monate | 12 Monate | 3 Monate (annualisiert) | 12 Monate |
| Staatsanleihen (%) | | | | | | |
| Zehnjahresrendite USA | | 3,06 | 3,30 | 3,40 | | 0,34 |
| Zehnjahresrendite Deutschland | | 0,49 | 0,60 | 1,10 | | 0,61 |
| Zehnjahresrendite Großbritannien | | 1,61 | 1,70 | 1,90 | | 0,29 |
| Zehnjahresrendite Japan | | 0,12 | 0,10 | 0,20 | | 0,08 |
| Credits (Bp.) | | | | | | |
| Investmentgrade USD | BofA COA0 | 114 | 115 | 120 | | -1% 2% |
| Investmentgrade EUR | BofA ER00 | 114 | 110 | 125 | | 1% -1% |
| High Yield USD | BofA HOA0 | 324 | 330 | 355 | | 4% 4% |
| High Yield EUR | BofA HE00 | 345 | 335 | 360 | | 4% 2% |
| Aktien | | | | | | |
| USA | MSCI US | 2.770 | 2.800 | 2.900 | | 1,6% 6,5% |
| Euroraum | MSCI Euro | 220 | 220 | 225 | | 1,4% 5,5% |
| Japan | MSCI Japan | 1.064 | 1.015 | 1.040 | | 0,0% -0,1% |
| Emerging Markets | MSCI EM | 1.031 | 1.050 | 1.090 | | 2,2% 8,8% |
| Währungen | | | | | | |
| EUR/USD | | 1,17 | 1,20 | 1,22 | | 11% 4% |
| USD/JPY | | 112 | 110 | 104 | | -8% -7% |
| GBP/USD | | 1,32 | 1,34 | 1,40 | | 7% 6% |

Quellen: Bloomberg, AXA IM Research, Stand 19. September 2018

Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

Unsere Analysen finden Sie auf unserer Webseite:



Insights Hub

The latest market and investment insights, research and expert views at your fingertips

www.axa-im.com/insights

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.

© AXA Investment Managers 2018. Alle Rechte vorbehalten.

AXA Investment Managers SA

Tour Majunga – La Défense 9 – 6 place de la Pyramide 92800 Puteaux – France
Registered with the Nanterre Trade and Companies Register under number 393 051 826