

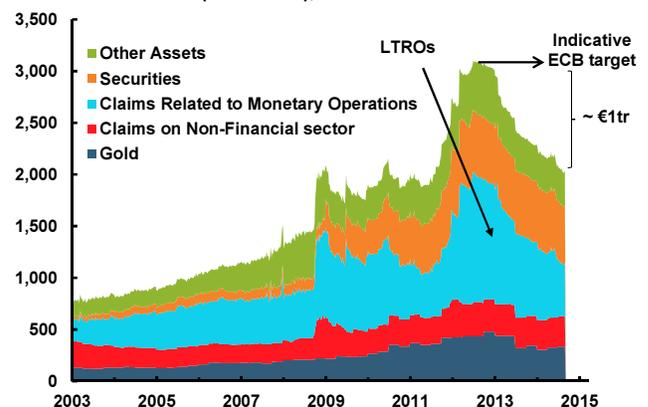
# Ein kleiner Schritt für Draghi, ein großer Sprung für die EZB

Die zusätzliche Liquidität stützt die Märkte – trotz schwächelnder Euroraum-Konjunktur

## Im Überblick

- Wir haben unsere Kurzfristempfehlungen geändert: Nach der jüngsten EZB-Entscheidung, die sprichwörtlichen Geldschleusen zu öffnen, raten wir jetzt, Euroraum-Aktien und damit Aktien insgesamt überzugewichten und Euroraum-Anleihen auf neutral zurückzufahren. Wir bleiben bei unserer positiven Einschätzung der Peripherieländer und europäischer Unternehmensanleihen.
- Die EZB hat den Hauptrefinanzierungssatz um 10 Basispunkte auf 0,3% und den schon vorher negativen Einlagenzins auf -0,2% gesenkt. Noch wichtiger war aber die Ankündigung eines Kaufprogramms für Asset-Backed Securities (ABSPP), das deutlich über die Erwartungen hinausging.
- Die jüngsten Nachrichten stützen unsere Erwartung eines überdurchschnittlichen Wachstums in der zweiten Jahreshälfte. Allerdings könnten sich die USA und Europa weiter auseinanderentwickeln – bei Konjunktur und Notenbankpolitik gleichermaßen.
- Da ein dauerhafter Waffenstillstand zwischen Russland und der Ukraine immer wahrscheinlicher wird, dürften die Investoren wieder auf die Konjunktur achten. Sie hat unserer Ansicht nach Fortschritte gemacht.

Die EZB will ihre Bilanz auf das Niveau von 2012 ausweiten  
ECB balance sheet (asset side), in €bn



Quellen: ECB und AXA IM Research

## Empfehlungen für die Asset-Allokation

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

▲/▼ Veränderung ggü. dem Vormonat

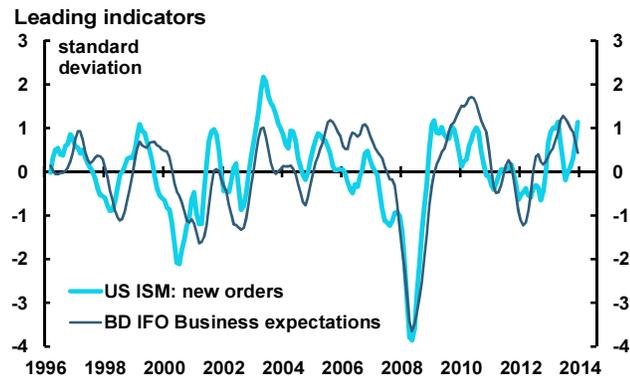
Quelle: AXA IM Research

Risikoreichere Wertpapiere erholten sich im August und Anfang September. Man hoffte auf einen Waffenstillstand zwischen Russland und der Ukraine, eine neue große Überraschung der EZB und eine bessere Konjunktur. All dies spricht auch für den Rest des Jahres und Anfang 2015 für eine risikoreichere Allokation.

## Ein ungleichmäßiger Aufschwung

Die jüngsten Daten bestätigen unsere Erwartung, dass die Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte überdurchschnittlich wächst. Die USA und Europa dürften sich aber weiter auseinanderentwickeln. Die jüngsten US-Stimmungsindikatoren (ISM-Einkaufsmanagerindex von 59 im September und bessere Umfrageergebnisse der regionalen Feds) sprechen für ein stabiles 3. Quartal mit einer soliden Industriekonjunktur. Im Euroraum waren die Zahlen hingegen eher schwach (Abbildung 1).

Abbildung 1  
USA und Deutschland: Divergenz



Quellen: Datastream und AXA IM Research

Sicherlich könnten die weltpolitischen Probleme die Konjunktur schwächen, insbesondere in Europa. Die amerikanischen Verbraucher sind aber ausgabefreudig wie nie; das Konsumklima ist äußerst gut. Japan dürfte zumindest wieder etwas wachsen, und in China hat man sich zu neuen Konjunkturprogrammen entschlossen.

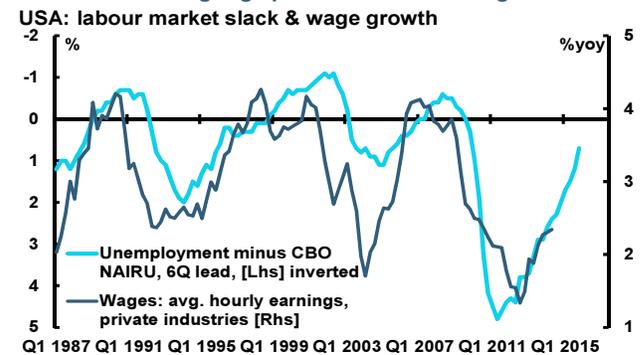
## Die USA wachsen – was denn sonst?

Die Nachrichten aus den USA sind besser geworden. Das Wirtschaftswachstum im 2. Quartal wurde auf 4,2% (annualisiert) heraufrevidiert. Wichtiger noch: Viele Konjunkturindikatoren für das 3. Quartal sprechen für einen weiteren Wachstumsanstieg. Zwar könnte das Wachstum zunächst unter dem Aufbau der hohen Lagerbestände im 2. Quartal leiden, doch rechnen wir für die zweite Jahreshälfte 2014 insgesamt mit einem ordentlichen Plus von etwa 3,5% (ebenfalls annualisiert). Viel deutet darauf hin, dass vor allem der private Verbrauch die Wirtschaft stützt, zumal der Arbeitsmarkt Fortschritte macht und die Aussicht auf Lohn erhöhungen sowie positive Vermögenseffekte durch steigende Immobilien- und Aktienkurse besteht. Wir gehen

weiter davon aus, dass die Binnennachfrage die US-Konjunktur auch nächstes Jahr voranbringt. Allerdings beobachten wir sehr sorgfältig die Unternehmensinvestitionen, da das Gewinnwachstum in diesem Jahr nachgelassen hat.

Ein stärkeres Wachstum wirft zweifellos die Frage auf, wie es mit der Geldpolitik weitergeht. Wie auf dem Jackson Hole Symposium 2014 deutlich wurde, dürften die Entscheidungen der Fed in erster Linie vom Arbeitsmarkt abhängen. Der Arbeitsmarktdikator des Offenmarktausschusses zeigt noch immer eine eher ungleichmäßige Erholung an.<sup>1</sup> Dennoch hat sich die Lage in diesem Jahr bislang verbessert, und es gibt Anzeichen dafür, dass die Lohninflation bis ins neue Jahr hinein steigt (Abbildung 2).

Abbildung 2  
Höhere Beschäftigung spricht für Lohnanstieg



Quellen: Datastream und AXA IM Research

Der engere Arbeitsmarkt ist zumindest teilweise die Folge einer niedrigeren Erwerbsquote. Zwar hat ihr Rückgang den jüngsten Daten zufolge in den letzten Monaten etwas nachgelassen, doch fällt sie weiter. Hoffentlich bringt die stärkere Konjunktur den Arbeitsmarkt schneller voran als der Offenmarktausschuss zurzeit erwartet. Dann müssten sich die Investoren allerdings allmählich darauf vorbereiten, dass die Geldpolitik schon vor der zweiten Jahreshälfte 2015 gestrafft wird.

## Draghi muss es wieder richten

In den letzten Wochen ist die **Erholung des Euroraums etwas in Stocken geraten**. Die erste Wachstumsschätzung für das 2. Quartal war mit 0% unerwartet schwach. In Deutschland und Italien ist die Wirtschaft sogar geschrumpft. Viele Konjunkturindikatoren sind im Sommer leicht zurückgegangen, was für eine etwas geringere Dynamik spricht. Ein gutes Omen ist aber der deutliche Anstieg der deutschen Industrieproduktion im Juli, eines wichtigen Einflussfaktors auf das BIP. Zu den enttäuschenden Zahlen könnte die Auseinandersetzung zwischen Russland und der Ukraine beigetragen haben, da die Exporte nach Russland im Vorjahresvergleich um etwa 15% gefallen sind.

<sup>1</sup> Vgl. Yellen, J.: „[Speech on labor market dynamics and monetary policy](#)“, Fed of Kansas Symposium, Jackson Hole, 22. August 2014

## Die EZB übertrifft die Markterwartungen

von Eric Chaney

Die EZB hat ihre Leitzinsen um 10 Basispunkte gesenkt, so dass der Einlagenzins mit -0,2% jetzt noch negativer ist. Noch wichtiger war aber die Ankündigung eines unerwartet großen und umfangreichen Kaufprogramms für Asset-Backed Securities (ABSPP). Überraschend war vor allem, dass die Notenbank auch Mortgage-Backed Securities (MBS) kaufen will (einschließlich Mezzanintranchen), falls es Sicherheiten gibt. Außerdem sollen die Käufe von Covered Bonds wieder aufgenommen werden.

Alles in allem waren die **EZB-Entscheidungen eine große Überraschung – und damit für die Märkte alles andere als unwichtig**. Draghi hat erklärt, dass er die EZB-Bilanz auf das Niveau von Ende 2012 ausweiten will, also um 1 Bio. Euro. Auf der nächsten EZB-Ratssitzung am 2. Oktober sollen die Einzelheiten des ABS-Kaufprogramms festgelegt werden. Der genaue Umfang hängt vom Volumen der anstehenden gezielten langfristigen Refinanzierungsgeschäfte (TLTROs) ab und dürfte kaum im Vorfeld festgelegt werden. Unsere Arbeitshypothese ist, dass die angestrebte Bilanzausweitung um 1 Bio. Euro zu etwa gleichen Teilen auf die TLTROs (mit Sicherheiten) und direkte Wertpapierkäufe entfallen wird. Das Marktvolumen schätzen wir auf etwa 2 Bio. Euro. Plausibel ist, dass etwa 25% davon für die EZB akzeptabel sind.

Die Entscheidung der EZB dürfte ein klassisches Quantitative Easing unwahrscheinlicher gemacht haben – schließlich hat sich die Notenbank für ein indirektes „Quantitative Easing“ durch großzügigere Kreditbedingungen entschieden.

Insgesamt gibt es drei Transmissionswege:

**1. Mehr Bankkredite:** Die Banken werden weitere Bilanzrisiken abbauen und damit ihre risikogewichteten Aktiva verringern können. Vermutlich wird der ABS-Markt wiederbelebt, und die Banken erhalten einen Anreiz, sich in maximalem Umfang am nächsten TLTRO zu beteiligen, statt auf eine weitere Zinssenkung zu warten. **Alles in allem dürften sich die Kreditbedingungen für Haushalte, Unternehmen und andere Kreditnehmer verbessern.**

**2. Wechselkurseffekte:** Die Aussicht auf eine deutlich größere EZB-Bilanz (1 Bio. Euro Zuwachs bzw. 10% des BIP) in einer Zeit, in der die Fed ihre Bilanzausweitung bald beenden wird, dürfte zu einer Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar und damit zu einem niedrigeren handelsgewichteten Wechselkurs des Euro führen. Der EZB dürfte es dann leichter fallen, das Preisniveau im Euroraum anzuhähen, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage durch höhere Exporte zu stärken und, was am wichtigsten ist, die Unternehmensinvestitionen anzukurbeln.

**3. Steigende Aktienkurse:** Der Aktienmarkt dürfte positiv auf die Maßnahmen reagieren – weil die Kapitalkosten für alle Unternehmen sinken, die sich am Markt refinanzieren können – was zu höheren Unternehmensinvestitionen führen dürfte.

Wir hatten daher bereits im Juli unsere Wachstumsprognose auf 0,9% gesenkt, doch ist die Möglichkeit weiterer Sanktionen und Gegensanktionen zweifellos ein Risikofaktor. Stabilisierend dürften hingegen das neue Maßnahmenpaket der EZB und die anschließende **Euro-Abwertung sein. Für die Gemeinschaftswährung erwarten wir für Ende 2014 jetzt einen Kurs von 1,25 US-Dollar**, und es ist nicht völlig auszuschließen, dass sie im nächsten Jahr weiter fällt. Die Angst vor einer Triple-Dip-Rezession im Euroraum scheint aber übertrieben. Wir glauben weiter, dass der moderate Aufschwung (seit Ende 2013) in den nächsten Quartalen wieder Fahrt aufnimmt.

**Die Inflation ging im August weiter zurück**, auf zuletzt 0,3% (im Vorjahresvergleich), während die Kerninflation leicht auf 0,9% stieg. Wir rechnen weiter mit einem Inflationstief im September und einer anschließenden Stabilisierung bei etwa 0,5% bis zum Jahresende. Durch die Euro-Abwertung könnten die Preise ab 2015 steigen, doch wird zweifellos viel von der Rohstoffpreisentwicklung abhängen.

Zu den stärksten **Volkswirtschaften** Europas zählt zurzeit **Großbritannien**. Die britische Wirtschaft wuchs im 2. Quartal um 0,8%, und die jüngsten methodischen Änderungen lassen Ende September eine Aufwärtsrevision des BIP möglich erscheinen. Die Konjunkturindikatoren waren im 3. Quartal zwar weniger einheitlich, doch scheint der für Großbritannien so wichtige Dienstleistungssektor noch immer stark zu wachsen. Wir rechnen daher mit einem stabilen Wirtschaftswachstum von etwa 3% (annualisiert) in der zweiten Jahreshälfte 2014.

Der geldpolitische Ausschuss der Bank of England hat deutlich gemacht, dass auch er mehr auf den Arbeitsmarkt achten will. Nach einer deutlichen Erholung scheint der Aufschwung in Großbritannien ins Stocken geraten zu sein. Wir glauben daher, dass die Bank of England ihre erste Zinserhöhung bis 2015 hinauszögern wird. Diese Prognose ist aber nicht sehr sicher, zumal viel vom genauen Datum der Unterhauswahl im nächsten Jahr abhängen wird. Wir glauben nicht, dass Schottland am 18. September für die Unabhängigkeit stimmt. Käme es aber anders, würden sich der Konjunktur- und der Zinsausblick<sup>2</sup> drastisch verändern.

## Die japanische Notenbank ignoriert die Konjunkturschwankungen

**Das japanische BIP war im 2. Quartal unerwartet schwach.** Annualisiert und saisonbereinigt ist es um 7,1% eingebrochen, insbesondere aufgrund des schwachen Konsums infolge der Mehrwertsteuererhöhung sowie deutlich niedrigerer Wohnungsbauinvestitionen. Außerdem hat die schwache Exportnachfrage die Industrieproduktion in den letzten Monaten stagnieren lassen. Dennoch gibt es zwei ermutigende Entwicklungen: Erstens steigen die ausländi-

<sup>2</sup> Vgl. Page, D.: „[Scottish Referendum: the potential cost of independence](#)“, AXA IM Research, 9. September 2014

schen Bestellungen japanischer Industrieprodukte enorm, was für eine Erholung der Exportnachfrage spricht. Zweitens tut sich auch am Arbeitsmarkt etwas: Die Löhne sind so stark gestiegen wie seit 17 Jahren nicht mehr (*Abbildung 3*).

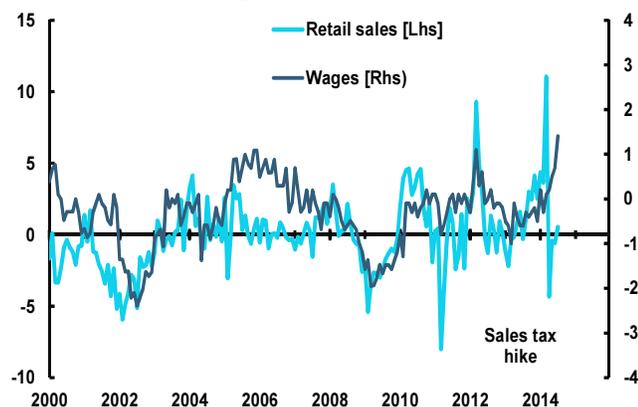
Unserer Ansicht nach könnte es im 3. Quartal zu einer technischen Erholung kommen. Wenn man von der Volatilität abstrahiert, spricht viel für eine moderate Erholung und ein Wachstum von etwa 1,5% bis zum Jahresende.

Die **japanische Notenbank** ist mit der Konjunktur und dem Inflationsausblick durchaus zufrieden. Nach ihrer Septembersitzung gab sie keinerlei Hinweise auf eine Änderung ihrer Politik. Noch immer rechnen wir damit, dass die Bank sowohl das Quantitative Easing als auch das Qualitative Easing bis ins Jahr 2015 fortsetzt und vielleicht die Wertpapierkäufe aufstockt, wenn die Preisentwicklung weiter enttäuscht.

Unterdessen **macht die Emerging-Market-Konjunktur insgesamt Fortschritte**. Die Volkswirtschaften erholen sich, wenn auch von einem sehr niedrigen Niveau. An der Spitze des Aufschwungs stehen Asien und Lateinamerika, wie die besseren Einkaufsmanagerindexdaten aus dem August zeigen. Den asiatischen Emerging Markets kam die stärkere US-Nachfrage entgegen, aber auch die Binnenkonjunktur macht in viele Ländern Fortschritte, beispielsweise in Indien, Thailand und auf den Philippinen. Anders sieht es in China aus, so dass die Regierung weitere Strukturreformen plant und beispielsweise den Kapitalverkehr liberalisieren will (Stichwort Hong-Kong-Shanghai Connect). Geplant sind auch Veränderungen bei der Meldepflicht für Haushalte und den staatlichen Unternehmen.

Abbildung 3

#### Mehr Konsum durch höhere Löhne Japan: retail sales & wages, in %yoy



Quellen: Cabinet Office und AXA IM Research

**In Ländern mit einer schwachen Konjunktur wird die Geldpolitik weiterhin tendenziell expansiv bleiben** (z.B. in Brasilien), und in Mittel- und Osteuropa wird man versuchen, mit den Mitteln der Geldpolitik die Folgen des Konflikts zwischen Russland und der Ukraine abzumildern. In den anderen Ländern dürften Zinssenkungen aber immer schwieriger werden, da in den USA ein erster Zinsschritt bevorsteht. Die türkische Zentralbank hat im August bereits auf einen weiteren Zinsschritt verzichtet. Auch haben die politischen Risiken in der Türkei nach den Präsidentschaftswahlen und der Ernennung von Ahmet Davutoglu zum Premierminister deutlich nachgelassen, steht er doch für Kontinuität in der Wirtschaftspolitik. Auch die Nominierung von Marina Silva zur PSB-Kandidatin für die brasilianischen Präsidentschaftswahlen am 5. Oktober wurde von der Börse begrüßt, da Silvas Programm wirtschaftsfreundlicher ist als das der Amtsinhaberin Dilma Rousseff.

### Wieder mehr Liquidität

Eines der stärksten Argumente für ein niedrigeres Beta in unseren Anlageempfehlungen war die Eskalation des Konflikts zwischen Russland und der Ukraine. Doch jetzt, nachdem der ukrainische Präsident Petro Porochenko faktisch kapituliert hat, scheint ein Waffenstillstand immer wahrscheinlicher. An den Märkten wird man daher in Zukunft wieder wie üblich vor allem auf die Konjunktur achten, die sich unserer Ansicht nach verbessert hat.

Einige unserer wichtigsten Arbeitshypothesen – abnehmende Liquidität – hat sich als verfrüht erwiesen. Natürlich hat die Liquiditätsentwicklung die Zeiten für Aktieninvestoren zuletzt nicht einfacher gemacht (*Abbildung 4*), doch bedeutet die Entscheidung der EZB für ein „indirektes“ Quantitative Easing, dass die sprichwörtlichen Liquiditätsschleusen schon bald wieder geöffnet werden.

## Waffenstillstand in der Ukraine: Nur ein Ablenkungsmanöver?

von Manolis Davradakis

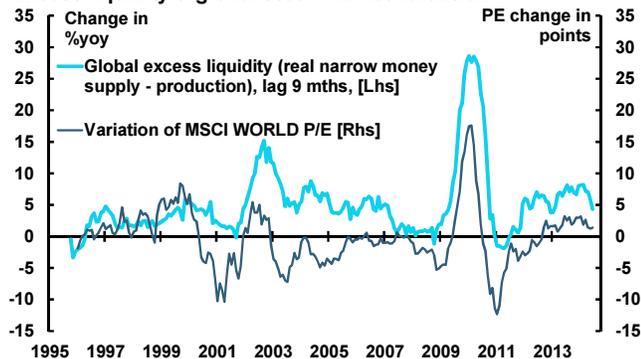
Nach über fünf Monaten Krieg verhandeln Russland und die Ukraine jetzt über einen dauerhaften Waffenstillstand. Entscheidend war zweierlei:

- Russland lässt gegenüber der Ukraine die Muskeln spielen – durch den Einsatz weiterer Bodentruppen und einer Verlängerung der Front. Kiew wurde so gezwungen, seine Armee zwischen dem Osten und dem Süden aufzuteilen.
- Verbales Säbelrasseln mit Sätzen wie „Wir können in zwei Wochen in Kiew sein“ oder lautem Nachdenken über die „Staatlichkeit“ der Separatistengebiete in der Ostukraine

Der Waffenstillstand ist faktisch eine Kapitulation der Ukraine mit Zustimmung der USA und der EU. Schließlich begannen die Friedensverhandlungen, als US-Präsident Obama das Baltikum besuchte, um die drei Nato-Mitgliedsländer der militärischen Unterstützung durch die USA zu versichern. Aber was genau wird das Verhandlungsergebnis sein? Es gibt eine gute und eine schlechte Möglichkeit. Im günstigsten Fall erklärt sich die Ukraine bereit, ähnlich wie Österreich 1955 auf einen Nato-Beitritt zu verzichten und den östlichen Landesteilen mehr Autonomie zu gewähren (wie der Krim, bevor sie von Russland annektiert wurde). Es könnte aber auch passieren, dass Russland den Osten der Ukraine so wie die Krim annektiert. Dies ist recht wahrscheinlich, gibt es doch bereits Berichte über russische Militärmanöver in der Region. Wir wissen allerdings noch nicht, wie dauerhaft und glaubwürdig der Waffenstillstand sein wird. Die EU prüft bereits weitere Sanktionen gegen russische Unternehmen und eine Straffung der bereits im August verabschiedeten Maßnahmen. Es gibt also berechtigte Zweifel an der Stabilität des Waffenstillstands.

Abbildung 4

### Steigende Überschussliquidität wird Aktien stützen

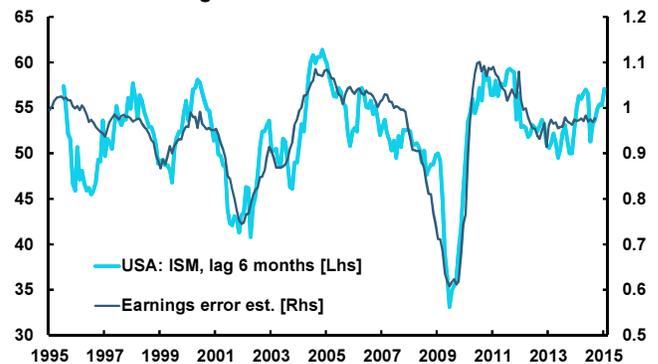


Quellen: Datastream und AXA IM Research

Liquidität ist also vorhanden, aber **wie steht es um die Gewinne?** Eine durchaus berechtigte Frage: Wir rechnen schon lange damit, dass sich die Gewinnsituation im Laufe des Jahres verbessern wird. Die Gewinnrevisionen waren zuletzt erfreulich. Zu Jahresbeginn waren die Analysten einfach zu optimistisch gewesen, so dass sie ihre Erwartungen herunterrevidieren mussten. Die Fortschritte der Konjunktur (mit den USA an der Spitze) sprechen jetzt aber dafür, dass die Gewinnerwartungen gut fundiert sind. Nach den früheren Fehleinschätzungen sind die derzeitigen Erwartungen von etwa 10% Gewinnwachstum in den USA absolut plausibel. Das Gewinnwachstum könnte sogar eher unterschätzt werden – zumindest war dies in ähnlichen Situationen früher oft der Fall.

Abbildung 3

### Die Indikatoren sprechen für positive Gewinnrevisionen



Quellen: Datastream und AXA IM Research

Zugegeben: Der jüngste Rückgang der weltweiten Industrieproduktion belastet die Anlegerstimmung. Die Basis für einen deutlichen Gewinnanstieg wurde unserer Ansicht nach aber bereits vor längerer Zeit geschaffen. Hinzu kommt, dass die Unternehmen nach der Finanzkrise äußerst vorsichtig waren. Die Lohnstückkosten in der OECD liegen daher noch immer deutlich unter ihrem Langfristtrend, was für eine hohe Unternehmensrentabilität in den nächsten Quartalen spricht.

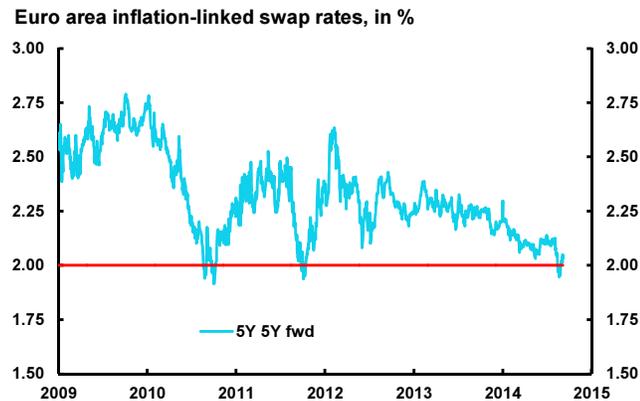
Alles in allem bleiben wir bei unserer Prognose von etwa 5-10% Gewinnwachstum in den nächsten zwölf Monaten, was einem KGV von 16 (auf Basis der erwarteten Gewinne) entspricht. **Dies ist sicher nicht billig, aber die Aussichten auf ein weiteres Gewinnwachstum sprechen für einen insgesamt optimistischen Aktienmarktausblick.**

### Ein Adrenalinstoß der EZB für Peripherieländeranleihen und Credits

Es scheint kein Ende zu geben: Die schwache Inflation (0,3% im Vorjahresvergleich im August), die abnehmende Konjunkturdynamik (0,2% BIP-Rückgang in Deutschland und Italien im 2. Quartal) sowie schwache Einkaufsmanagerindizes in den meisten europäischen Ländern ließen die Euro-Staatsanleiherenditen weiter fallen. Da überrascht es

nicht, dass die deutschen Zehnjahresrenditen unter 0,9% fielen. Doch nach Meinung der EZB hat sich an den langfristigen Inflationserwartungen nichts geändert, auch wenn ein Rückgang zurzeit wahrscheinlicher ist als ein Anstieg. In der Tat sind die langfristigen Inflationserwartungen in den letzten 18 Monaten kontinuierlich zurückgegangen – zeitweise auf weniger als 2%, was in den letzten fünf Jahren bislang nur zweimal vorgekommen war (im September 2010 und im September 2011, *Abbildung 6*). Aus unserer Sicht hat dies mehrere Konsequenzen: Kurzfristig wird die EZB Veränderungen der Inflationserwartungen genau beobachten. Gehen sie weiter zurück, muss die Notenbank handeln. Wir halten dies aber nicht für den wahrscheinlichsten Fall.

*Abbildung 4*  
**Kontinuierlicher Rückgang der Inflationserwartungen im Euroraum**



Quellen: Bloomberg und AXA IM Research

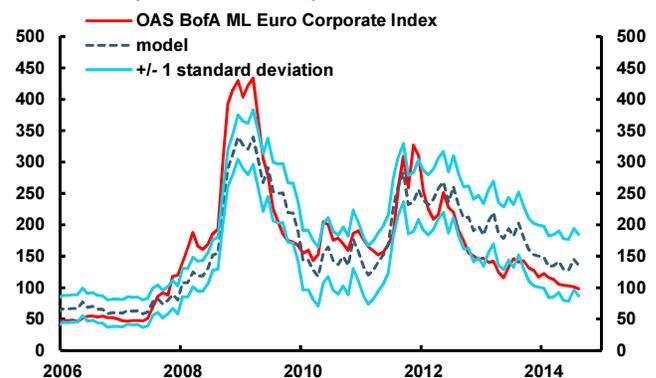
**Für Investoren bedeutet die EZB-Entscheidung unserer Ansicht nach Folgendes:** Erstens werden die Renditen der Kernländer und anderer recht stabiler Euroraumstaaten bis zu drei Jahren negativ bleiben. Zweitens werden die neuen **EZB-Maßnahmen dazu führen, dass die Bundesanleiherenditen weiterhin etwa 1% betragen werden, unser neuer Zielwert für das Jahresende.** Die Konsequenz ist eine neutrale Gewichtung in den kommenden Monaten. Drittens könnten die **Peripherieländer-Spreads** aufgrund der zusätzlichen Liquidität durchaus **noch weiter zurückgehen**, was für eine kurzfristige Übergewichtung spricht. Die klassischen Bewertungskennziffern signalisieren allerdings allmählich Risiken.

**Wir bleiben auch dabei, dass die amerikanischen Zehnjahresrenditen steigen, und zwar auf 2,7% zum Jahresende – denn die erste Zinserhöhung steht bevor. Da die Bank of England noch dichter vor einer Wende der Geldpolitik steht, raten wir in Großbritannien ebenso wie in den USA zu einer Untergewichtung.** Bei britischen Papieren sind wir uns aber noch sicherer. Die unterschiedlichen Erwartungen zum Zeitpunkt des ersten Zinsschritts zeigen sich auch in den Zweijahresrenditen, die in Großbritannien 0,8% und in den USA 0,5% betragen. Die Differenz der Zehnjahresrenditen beschränkt sich hingegen auf einen

Basispunkt. Britische Staatsanleihen erscheinen uns daher noch teurer als amerikanische.

In den letzten Monaten rieten wir, den Unternehmensanleiheanteil am Portfolio noch weiter zurückzufahren. Seitdem sind die Spreads in allen Ratingklassen weiter zurückgegangen, insbesondere aber bei High Yield. Wir sehen allerdings keine Hinweise auf einen merklichen Anstieg der Ausfallquoten. Die Unternehmensbilanzen sind stabil; die Rentabilität ist in den USA gut und in Europa auf dem Weg der Besserung. **Allerdings erscheinen uns die Bewertungen auf beiden Seiten des Atlantiks inzwischen weniger attraktiv.** Die Spreads sind zurzeit etwas niedriger als unserer Ansicht nach angemessen (*Abbildung 7*), doch zum Glück gibt es in keiner wichtigen Assetklasse Hinweise auf irrationale Übertreibungen, also auf mehr als eine Standardabweichung Differenz zum fairen Wert. Auch hat die EZB dem Markt in ungewöhnlicher Weise geholfen. **Sie erklärte, mehr Kreditrisiken in ihre Bücher zu nehmen, was den europäischen Credit-Märkten eine willkommene Verschnaufpause beschert. Auch deshalb bevorzugen wir nach wie vor europäische Credits, obgleich sie teurer sind.**

*Abbildung 5*  
**Teure Unternehmensanleihen**  
EU credit spread model, in bps



Quellen: Bloomberg, Datastream und AXA IM Research

Vor diesem Hintergrund geben wir europäischen Credits klar den Vorzug gegenüber amerikanischen. Insgesamt bleiben wir aber bei einer neutralen Bewertung.

## Der schwächere Euro stützt den Aktienmarkt

Die EZB hat jede Zurückhaltung aufgegeben. Mario Draghis beeindruckendes Maßnahmenpaket veranlasst uns, **Euroraum-Aktien jetzt überzugewichten** und zwar aus drei Gründen: Erstens wird wieder reichlich Liquidität bereitgestellt. Das Programm zur Belebung der Kreditvergabe ist deutlich größer als erwartet, so dass die Bewertungskennziffern steigen dürften. Zweitens erwarten wir jetzt eine Euro-Abwertung, wodurch die Unternehmensgewinne in den nächsten zwölf Monaten um zusätzliche 2-3 Prozentpunkte

steigen werden. Drittens werden die Zinssenkungen und die ABS-Käufe den Bankgewinnen guttun, durch noch bessere Bedingungen für TLTROs und Erträge durch den Verkauf von Kreditverbriefungen an die EZB.

Die **asiatischen Emerging Markets** schätzen wir **weiter positiv** ein. Insbesondere sind wir für chinesische Aktien jetzt viel optimistischer. Die Entwicklungen der letzten Zeit sprechen dafür, dass chinesische Banken ihre Bilanzen auch weiterhin mit Hilfe von Bad Banks sanieren können. Dem Anlegervertrauen dürfte dies guttun, die niedrigen Bewertungen chinesischer Bankaktien dürften wieder steigen.

**Untergewichtet** bleiben wir trotz der zuletzt guten Konjunkturdaten **in den USA**. Fed-Chefin Yellen hat zwar ihre expansive Geldpolitik erneut bekräftigt, doch dürfte sich die Fed immer weiter von der EZB und der japanischen Notenbank entfernen. Hinzu kommt, dass US-Aktien nach den jüngsten Mehrerträgen jetzt deutlich höher bewertet sind als Aktien aus anderen Ländern. In **Japan** bleiben wir **neutral gewichtet**, finden den Lohnanstieg aber ermutigend. Er könnte den Konsum stimulieren und daher gut für binnenorientierte Aktien sein.

## Risiken

- **Ein Scheitern der Verhandlungen zwischen Russland und der Ukraine** könnte die Kämpfe wieder aufleben lassen.
- **Politische Instabilität im Nahen Osten** könnte den Ölpreis deutlich steigen lassen.
- **Politische Instabilität in Europa**
  - o **durch Unabhängigkeitsreferenden**
  - o **durch asynchrone Fiskalpolitik** im Euroraum
- **Deflation im Euroraum**, die – was noch schlimmer wäre – **auf andere Regionen übergreifen könnte**
- **Schlecht geplante „Ausstiegsstrategien“** der großen Notenbanken

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 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 können.