

7. November 2013

von Franz Wenzel  
und dem Team für Research & Strategie

# Konjunkturerholung trotz Parteienstreit in den USA

## Im Überblick

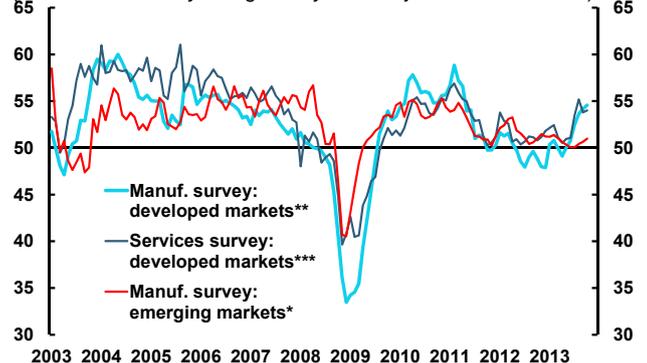
- Das Schlimmste wurde in den USA zwar vermieden, aber der Government Shutdown und der Streit um die Schuldengrenze dürften Neueinstellungen und Investitionen einstweilen gebremst haben. Auch wird jetzt wohl noch später mit dem Tapering begonnen.
- Die regelmäßig erhobenen Konjunkturdaten signalisieren aber, dass die Erholung der Industrieländer anhält, die im Sommer eingesetzt hatte.
- Die Notenbanken der Industrieländer sind noch immer entschlossen, „alles Erforderliche“ zu tun, wie auch die überraschende Zinssenkung der EZB belegt. Die Notenbanken der Emerging Markets stehen vor einem Dilemma. Sie müssen sich entscheiden – zwischen Wachstum und Inflation. Die Verschiebung des Taperings sorgt aber einstweilen für mehr Stabilität.
- Wir raten zu einer weitgehend unveränderten Asset-Allokation, mit einer hohen Aktienquote und einer konservativen Positionierung im Staatsanleihebereich (kurzfristig neutral, mittelfristig untergewichtet). Bei Unternehmensanleihen dürften das gute technische Umfeld und die Konjunkturaussichten einen Ausgleich für steigende Renditen bieten, was für eine neutrale Positionierung spricht.

Abbildung: 1

### Die Industrieländer bringen die Weltwirtschaft voran

#### Global PMI indices

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



2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013  
 \* Poland, Mexico, Chile, South Afr., Russia, China, India, Brazil, Turkey, Hungary, Czech  
 \*\* US, Euro area, Japan, UK, Australia, Canada, Sweden, Switzerland  
 \*\*\* US, Euro area, UK, Australia, Sweden

Quellen: Datastream und AXA IM

### Asset-Allokation (Empfehlung)

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

▲ / ▼ Veränderung ggü. dem Vormonat  
 Quelle: AXA IM

## Verfrühtes Halloween, aber dann gab es Süßes

Nach dem Ende des Government Shutdown und auch dank einiger guter Konjunkturdaten stiegen im Oktober die Kurse. Gemessen am MSCI World legten internationale Aktien 4% zu, ähnlich wie die meisten nationalen Indizes. Eine Ausnahme war Japan, wo sich die Kurse durchweg seitwärts bewegten.

Die Rentenmärkte profitierten noch immer von der Aussetzung des Tapering. Die US-Renditen gingen daher weiter zurück und fielen sogar kurzzeitig unter die 2,5%-Marke. Dies kam auch den Staatsanleihen anderer Länder zugute, die im Berichtsmonat ebenfalls zulegten.

## Das Chaos in Washington wirft lange Schatten

Es hat schon fast Tradition: Fünf Minuten vor zwölf fand man einen Kompromiss, der das politische Patt erst einmal beendete. **Die amerikanischen Bundesbehörden sind wieder handlungsfähig und die Schuldengrenze ist angehoben worden.** Mit dem Kompromiss wurde aber nur wenig Zeit gekauft. Bis zum 15. Januar muss man sich erneut verständigen, um einen weiteren Government Showdown zu verhindern. Im Frühjahr dürfte auch die Schuldengrenze wieder zu einem Thema werden.

**Die Republikaner waren der klare Verlierer.** Ihre Werte in den Meinungsumfragen brachen ein, und es ist ihnen auch nicht gelungen, die Demokraten zu Zugeständnissen in den Bereichen Gesundheit, Steuern oder Staatsausgaben zu zwingen. Nach einem derart dürftigen Ergebnis spricht wenig dafür, dass die republikanischen Kongressmitglieder ihre alte Taktik im Vorfeld des 15. Januar wiederholen. **Doch im Frühjahr beginnt die Auswahl der republikanischen Kandidaten für die Zwischenwahlen 2014 – was viele moderate Republikaner ab dem Frühjahr sicher stark beschäftigen wird.** Jeder Republikaner, der auch nur erwägt eine Anhebung der Schuldengrenze zu billigen, muss wissen, dass er es in den Vorwahlen dann mit einem von der Tea Party unterstützten Herausforderer mit einer gut gefüllten Wahlkampfkasse zu tun bekommt.

Eine mögliche Konsequenz der Unsicherheit durch den Shutdown und das Haushaltsdebakel war, dass die Privatwirtschaft vorübergehend nur wenige neue Stellen schuf und nur wenig investiert wurde. Allerdings lässt der **ISM-Einkaufsmanagerindex** vom Oktober, der erste wirklich ernst zu nehmende Indikator für die Industrie, **vermuten, dass das verarbeitende Gewerbe recht gut mit den Belastungen fertig geworden ist.**

Verunsichert sind aber die privaten Haushalte. **Das Verbrauchervertrauen ist im Oktober auf den niedrigsten Stand seit Jahresbeginn gefallen (Abbildung 2),** und die

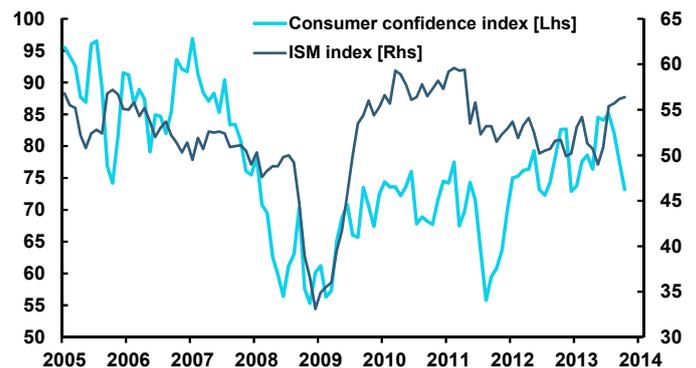
Bauträger vermeldeten ein etwas niedrigeres Umsatzwachstum und weniger Anfragen potenzieller Hauskäufer.

Dies dürfte die Konjunktur zwar nur vorübergehend belasten – aber doch so lange, dass es der Fed schwer fällt, die US-Wirtschaft korrekt einzuschätzen. Und da Politikwechsel stets Kosten verursachen, sehen wir darin einen weiteren Grund für eine Verschiebung des Taperings ins Frühjahr.

Abbildung 2

### Politische Unsicherheit dämpft Verbrauchervertrauen

#### US consumer confidence



Quellen: Datastream und AXA IM Research

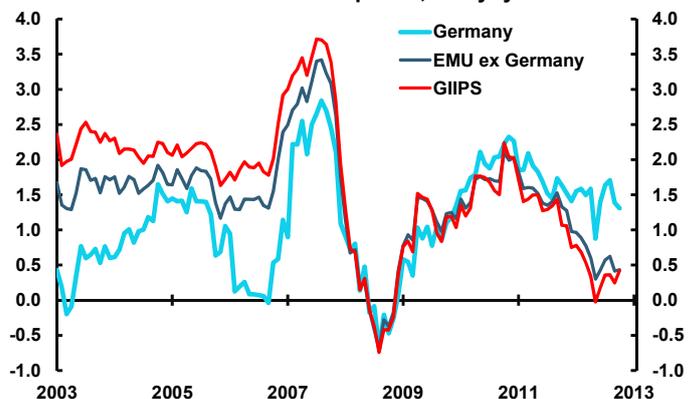
## Euroraum: Fragile Erholung

Im Euroraum haben sich unsere Erwartungen auch in diesem Monat bestätigt. Die Erholung erweist sich als blutleer und nicht besonders stabil. So geriet der Anstieg der Einkaufsmanagerindizes im Oktober ins Stocken, während der Geschäftsklimaindex der EU-Kommission und andere Vertrauensindizes weiter leicht zulegten. Vor diesem Hintergrund bleiben wir zuversichtlich, dass die Erholung trotz gelegentlicher leichter Rückschläge bis ins neue Jahr anhält. Für das 4. Quartal erwarten wir ein Wachstum von 0,2% und für das kommende Jahr ist 1% denkbar. Dabei wachsen Deutschland und Spanien stärker als Frankreich und Italien, deren BIPs im 3. Quartal sogar geschrumpft sein könnten.

Abbildung 3

### Die Inflation bleibt niedrig

#### HICP excl. tax and administered prices, in %yoy



Quellen: Datastream und AXA IM Research

Die EZB hat die Investoren mit ihrer Leitzinssenkung auf 0,25% überrascht. Sie reagierte damit auf die fallende Inflation und den stärkeren Euro. Tatsächlich ist die Teuerung nicht besonders hoch, mit wachsenden Unterschieden zwischen den einzelnen Ländern. In Spanien gingen die Preise im Oktober zurück, während die Inflationsrate in Deutschland über der des Euroraums insgesamt lag (Abbildung 3). Der Wettbewerbsfähigkeit der übrigen Länder kann dies nur guttun. Wir bleiben auch dabei, dass die Erholung vor allem export- und konsumgetrieben sein wird, während die Unternehmensausgaben eher schwach bleiben. Die Gewinndynamik ist bestenfalls mäßig.

Unabhängig davon begann die EZB mit ihrer Überprüfung der Euroraum-Banken. Der erste Schritt war die Veröffentlichung eines sehr wortreichen Papiers zu diesem Thema. Die Stresstests von insgesamt 128 Banken werden im November beginnen und ein Jahr später abgeschlossen sein. „Dieses Mal ist alles anders“, könnte man meinen. Die EZB hat allen Grund zu strengen Tests, da noch immer viele Fragen offen sind. Insbesondere wies die Notenbank darauf hin, dass Banken Rückstellungen für ihre Positionen in Staatsanleihen aus Problemländern bilden müssen. Die Einzelheiten sind aber nach wie vor offen. Auch die Verhandlungen über eine gemeinsame Bankenabwicklung in Europa sind noch nicht abgeschlossen; wir wissen also noch nicht, wer bei nötigen Rekapitalisierungen zur Kasse gebeten wird. Das Bankenthema wird unserer Ansicht nach fast das ganze nächste Jahr über für Schlagzeilen sorgen. Angesichts seiner Bedeutung könnten böse Überraschungen leicht wieder zu neuen Ängsten führen. Die Folge wären stärkere Kursschwankungen.

## Divergierende Emerging Markets

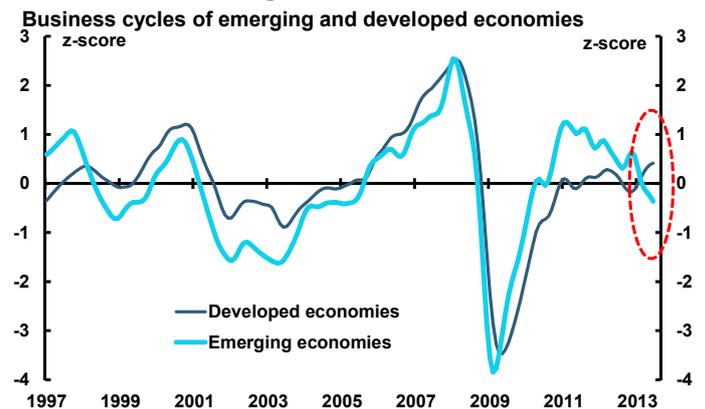
In einer unserer letzten Publikationen<sup>1</sup> haben wir gezeigt, dass sich am Gewicht der Emerging Markets und ihrer wachsenden Bedeutung für die Weltwirtschaft nichts geändert hat. Der Vorsprung der Schwellenländer gegenüber den Industrieländern ist aber geschrumpft.

Seit Mitte 2011 kam es zu Veränderungen mit der Folge, dass sich die Emerging Markets derzeit langsam erholen und stärker von den Fortschritten der Industrieländer abhängen. Nach Angaben von CPB ist der Konjunkturzyklus in den Industrieländern weiter fortgeschritten als in den Schwellenländern (Abbildung 4). Es kam zu einer Entkopplung, bei der die Emerging-Markets erstmals seit 1997 ins Hintertreffen gerieten.<sup>2</sup>

Wenn man sich die Konjunkturdaten aber genauer ansieht, zeigt sich, dass sich die Emerging Markets erholen. Nahezu überall sind die Einkaufsmanagerindizes ge-

stiegen. Heute liegen sie über der 50-Punkte-Marke, was für einen Anstieg der Industrieproduktion spricht. Insbesondere in Brasilien und Südkorea hat sich viel getan. In Südkorea wurde die 50-Punkte-Marke im Oktober erstmals seit drei Monaten wieder überschritten. Der offizielle chinesische Einkaufsmanagerindex für die Industrie ist von 51,1 auf 51,4 Punkte im Oktober gestiegen. Zwar ist die Konjunktur noch immer störungsanfällig, doch sind diese Zahlen ein Silberstreifen am Horizont.

Abbildung 4  
Die Industrieländer liegen vorn



Quellen: CPB Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis und AXA IM Research

Aber nicht nur die Monatsdaten machen Fortschritte. Überraschend gut fiel auch das chinesische Wirtschaftswachstum aus. Im 3. Quartal ist das BIP um 2,2% gestiegen, nach lediglich 1,9% im 2. Quartal. Damit lag das BIP zuletzt um 7,8% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Der überdurchschnittliche Investitionsanstieg und die Aufwärtsrevisi- on der Zahlen für das 2. Quartal legen nahe, dass trotz des eher mäßigen Ausblicks für das laufende Quartal 7,5% Wachstum im Gesamtjahr 2013 greifbar erscheinen. Im aktuellen Quartal hingegen waren die Industrieproduktion, die Einzelhandelsumsätze und das Kreditwachstum eher mäßig. Wir halten es durchaus für möglich, dass die Konjunktur jetzt etwas schwächeln könnte und die Wirtschaft im 4. Quartal aufgrund negativer Angebotsschocks und einer geringeren Liquidität (die sich deutlich am jüngsten Sprung des 1-Wochen-Repozinses zeigt) nur um etwa 1,5% wächst.

Aber nicht nur in China wird die Liquidität knapper. Den Indikatoren zufolge sind die Kreditbedingungen in den asiatischen Emerging-Market-Ländern zurzeit am strengsten, gefolgt von Lateinamerika, den europäischen Emerging Markets und der arabischen Welt. Hauptgrund ist eine schwierigere Refinanzierung aufgrund des bevorstehenden Endes des Quantitative Easing in den USA. Außenhandelskredite waren hingegen im 3. Quartal 2013 etwas leichter zu bekommen, was den Welthandel gestützt hat. Die Emerging-Market-Währungen haben einen Großteil ihrer Verluste wieder aufgeholt, als die Fed das Tapering zunächst aussetzte; die Zentralbanken sehen sich deshalb jetzt weniger stark zu einer Straffung der Geldpolitik veran-

<sup>1</sup> Vgl. M. Davradakis, „Emerging economies in cross currents“, AXA IM, 17. Oktober 2013.

<sup>2</sup> Gemessen wird der Konjunkturzyklus an der Differenz zwischen der Industrieproduktion und der mit dem Hodrick-Prescott-Filter geglätteten Industrieproduktion.

lasst. Die Reserve Bank of India hat ihre Maßnahmen zur Stützung der Rupie bereits zurückgefahren, und die indonesische Notenbank hat darauf verzichtet, die Zinsen weiter zu erhöhen. In Lateinamerika haben einige Zentralbanken mit Zinssenkungen begonnen, um die schwache Binnenkonjunktur zu stützen (Chile und Mexiko) während andere weitere Zinserhöhungen ankündigten (Brasilien). In Osteuropa deuteten die Notenbanken Serbiens, Ungarns, Rumäniens und Israels Zinssenkungen an, während in Russland, Polen und der Türkei unveränderte Leitzinsen in Aussicht gestellt wurden. In all diesen Ländern ist die Inflation entweder unter Kontrolle oder nimmt sogar ab.

## Konsequenzen für Anleger

Trotz einiger Anzeichen für eine beginnende Überbewertung der Aktienmärkte **raten wir, die Asset-Allokation insgesamt nicht zu verändern** – kurzfristig ebenso wenig wie mittelfristig. **Dabei geben wir risikoreicheren Titeln klar den Vorzug und halten uns mit Anleiheinvestitionen eher zurück.**

Bevor wir aber ausführlicher auf die Asset-Allokation eingehen **lassen Sie uns kurz auf unsere Empfehlung vom Oktober eingehen**, das **Aktienengagement** angesichts des nicht völlig auszuschließenden **Krisenszenarios** mittels Verkaufsoptionen abzusichern. Anfang Oktober ging es in Washington recht turbulent zu und die Zahlungsunfähigkeit der USA war keineswegs mehr völlig auszuschließen. Heute hat sich die Lage (vorübergehend) entspannt. Man hat Zeit gewonnen, zumindest bis Mitte Januar. **Wer sich aber vor einem Monat zu einer Absicherung der Aktienposition entschlossen hat, sollte sie jetzt nicht aufgeben.** Schon kurz nach dem Jahreswechsel könnten die Probleme zurückkehren.

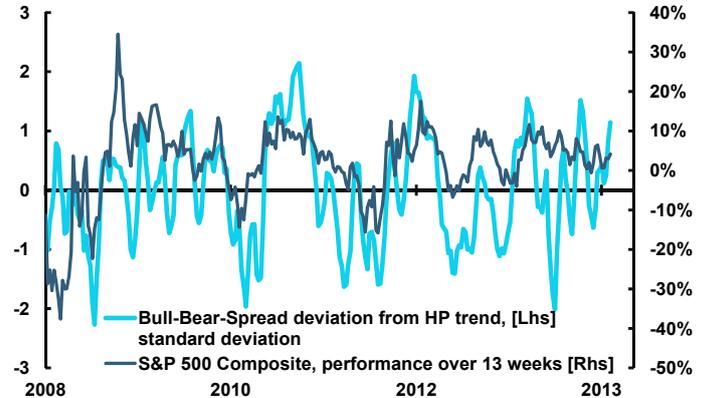
In diesem Jahr haben wir meist eine Übergewichtung risikobehafteter Wertpapiere mit Aktienschwerpunkt empfohlen. Da einige (wenige) Märkte auf neue Allzeithochs gestiegen sind, **stellt sich jetzt die Frage, ob man nicht die Ernte einfahren und sich bis zum Jahresende mit Aktien zurückhalten sollte.** Unsere Antwort lautet, nach einer sorgfältigen Abwägung es Für und Wider, nein. Hier sind die Gründe:

Zugegeben, einiges spricht für eine beginnende Überbewertung von Aktien. Eine unserer bevorzugten Kennziffern, die Abweichung des Bull-Bear-Ratios vom Trend, hat einen Stand erreicht, dem in der Vergangenheit häufig eine Korrektur folgte (Abbildung 5).

Hinzu kommt, dass auch die klassischen Bewertungsmaße recht stark gestiegen sind. Das KGV auf Basis der Vergangenheitsgewinne beträgt 16, das konjunkturbereinigte KGV etwa 20. Komplexere Bewertungsmaße bestätigen diese Einschätzung. Verantwortlich für eine mögliche Überbewertung ist aber vor allem der US-Markt. In anderen Regionen

sind Aktien noch immer fair bewertet oder sogar leicht unterbewertet.

Abbildung 5  
Die gute Anlegerstimmung spricht für überkaufte Märkte  
US Sentiment Indicator

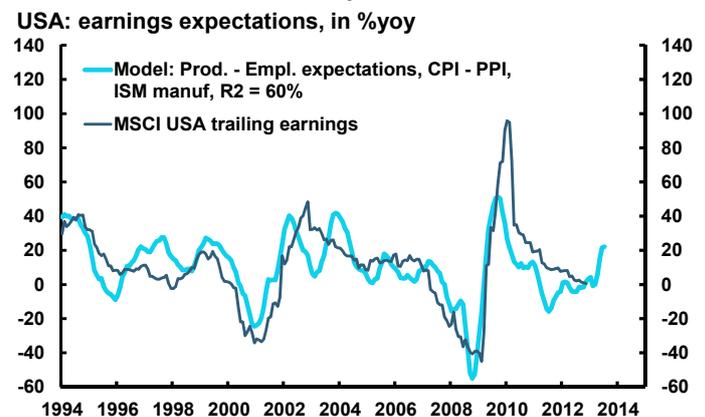


Quellen: Datastream und AXA IM Research

Zwei sehr wichtige Faktoren stimmen uns aber optimistisch. Erstens sind wir noch immer davon überzeugt, dass die Langfristrenditen schon bald wieder steigen werden, da das Ende des Quantitative Easing nur eine Frage der Zeit ist. Wir bleiben dabei, dass sie ihren Aufwärtstrend schon bald fortsetzen und Mitte, spätestens aber Ende 2014 auf 3,5% steigen werden. Mit amerikanischen Langfristanleihen würde man also Geld verlieren.

Noch wichtiger ist aber unser zweites Argument. Wir bleiben dabei, dass die Unternehmensgewinne steigen, so dass die Bewertungen schon bald weniger übertrieben scheinen. Die aktuelle Berichtssaison war zwar alles andere als überragend (und angesichts der sehr guten Entwicklung von Konjunkturindikatoren wie der Surprise Gaps vielleicht sogar enttäuschend), und die Gewinnrevisionen waren im 3. Quartal negativ, insbesondere in Asien ohne Japan und Europa. Dennoch dürfte angesichts anhaltend hoher Margen und eines leichten Umsatzanstiegs viel für ein **Gewinnwachstum von bis zu 10%** sprechen (Abbildung 6).

Abbildung 6  
Bessere Fundamentaldaten sprechen für höhere Gewinne



Quellen: Datastream und AXA IM Research

**Dennoch kommen wir an einer deutlichen Warnung nicht vorbei. Schon bald nähern wir uns der Stunde der Wahrheit** – nämlich dann, wenn das Tapering beginnt. Im März 2014 dürfte es so weit sein, aber die Fed könnte die Märkte mit ihrer Rhetorik schon früher darauf vorbereiten. **Zwar dürfte dies nichts am grundsätzlich positiven Langfristausblick ändern, könnte aber vorübergehend für Unruhe sorgen.**

### Staatsanleihen: Kurzfristig neutral, mittelfristig untergewichten

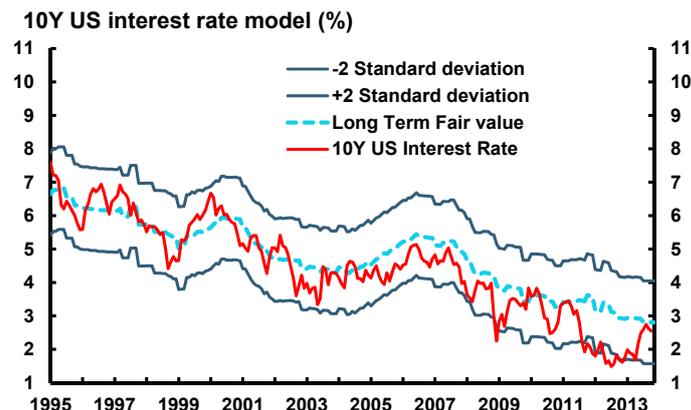
Seit dem Sommer waren die amerikanischen Staatsanleiherenditen (und damit auch die internationalen) alles andere als stabil. Es scheint eine Ewigkeit her zu sein, seit sie Anfang September die 3%-Marke erreicht hatten. Die Kombination aus einem unerwartet späten Tapering und dem Ende des Government Shutdowns hat die Renditen wieder auf 2,5% gedrückt.

Diese Schwankungen ändern aber nichts an der Normalisierung, die 2013 eingesetzt hat. Sie wurde nur kurzfristig unterbrochen. Wir erwarten jetzt, dass die Fed im 1. Quartal 2014 beginnt, die Anleihekäufe zurückzuführen, auf der Grundlage eines besseren Konjunkturausblicks für das neue Jahr. Daher **behalten wir auch unsere Untergewichtung von Staatsanleihen** aus den USA (und anderen Kernländern) **mittelfristig bei**.

Der **Kurzfristausblick ist hingegen problematischer**. Die Fed wird sich weiterhin stark an der Datenlage orientieren. Unerwartet gute Konjunkturdaten im November und Dezember könnten die amerikanische Notenbank bereits im Dezember zum Handeln bewegen, so dass die Renditen bis zum Jahresende deutlich stiegen.

Bei Redaktionsschluss waren wir allerdings der Ansicht, dass zwei Dinge gegen einen massiven Renditeanstieg sprechen (*Abbildung 7*). Erstens dürfte das Konjunkturbild, vorsichtig formuliert, uneinheitlich bleiben. Die Arbeitsmarktdaten und damit auch das Verbrauchervertrauen dürften eher schwach ausfallen, was für eine schwächere Konjunktur insgesamt spricht. Zweitens halten wir einen erneuten Government Shutdown im Januar keineswegs für ausgeschlossen. Die Staatsausgaben sind bis zum 15. Januar gedeckt und der Haushaltsausschuss hat jetzt die Aufgabe, bis zum 13. Dezember einen parteiübergreifenden Kompromiss zu finden. Die nach wie vor bestehenden Risiken könnten durchaus Zweifel an der Konjunkturerholung nähren. Das Tapering könnte dann weiter verschoben werden und würde anders als von der Mehrheit der Marktteilnehmer (und auch von uns) erwartet nicht im März 2014 beginnen. Zusammen könnte all dies zur Folge haben, dass die amerikanische Zehnjahresrendite (anders als erwartet) zum Jahresende noch nicht einmal 2,5% beträgt.

Abbildung 7  
US-Renditen dicht am fairen Wert



Quellen: Datastream und AXA IM Research

Was also tun? **Zurzeit spricht alles für eine neutrale Gewichtung**. Wir würden aber unter zwei Bedingungen wieder zu einer Untergewichtung übergehen: (1) Wenn die Langfristrenditen wieder deutlich unter 2,5% fallen oder (2) wenn die Haushaltsprobleme rechtzeitig gelöst werden.

Unsere **Strategie für deutsche Bundesanleihen hängt zumindest teilweise von der Entwicklung in den USA ab**. Angesichts des negativeren Konjunkturausblicks für den Euroraum und der zweifellos noch immer vorhandenen politischen Risiken sehen wir aber keinen Grund, bereits jetzt zu einer unterdurchschnittlichen Duration zu wechseln.

Da die systemischen Risiken abnehmen, **haben sich die Peripherieländerspreads stark verengt**. Viele gute Nachrichten scheinen jetzt in den Spreads berücksichtigt zu sein, insbesondere in den spanischen und irischen. Damit die Spreads auf breiter Front weiter zurückgehen, wären aber insbesondere aus Italien weitere gute Nachrichten nötig. Zwar rechnen wir auch in Südeuropa mit Fortschritten, aber nicht mit einer wirklich raschen Verbesserung. Alles in allem halten wir an unserer neutralen Einschätzung der Peripherieländer fest.

### Unternehmensanleihen: Gute Markttechnik als Gegengewicht zu steigenden Renditen

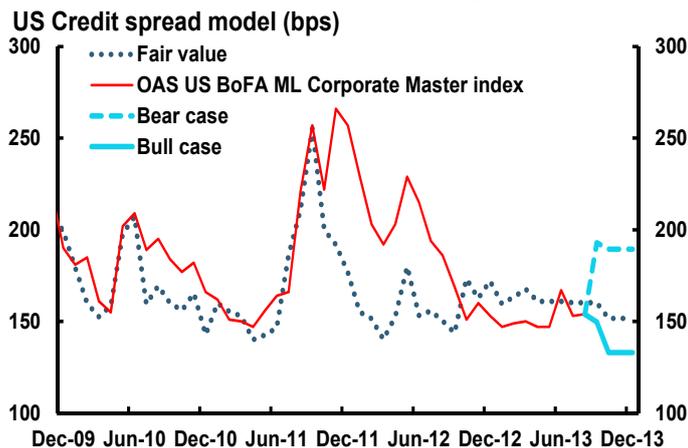
Aufgrund des höheren Wachstums und der höheren Staatsanleiherenditen liegen **amerikanische Investmentgrade-Unternehmensanleihen** noch immer im Minus (wenn auch nur knapp). Dieser Verlust steht in einem deutlichen Gegensatz zu den Gewinnen an den übrigen Unternehmensanleihenmärkten. Wie immer liegt der Teufel im Detail. Wie schon in den letzten Quartalen dürften die Nettoverschuldung der Investmentgrade-Emittenten weiter steigen und die Kassequoten weiter abnehmen. Dies steht in einem deutlichen Gegensatz zur anhaltenden Verbesserung der Fundamentaldaten im Finanzsektor. Weltweit bauen die Banken weiter Schulden und Risiken ab und legen Kapitalpolster an, bevor die aufsichtsrechtlichen Vorschriften weltweit geändert werden und in Europa die Kapitalausstattung der Banken mittels

Stresstests überprüft wird. **Die Fortschritte der Banken erklären, weshalb die Spreads ihrer Anleihen in den USA ebenso wie in Europa stark zurückgegangen sind.**

**Auch für das kommende Jahr erwarten wir eine gute Performance.** Bis zum Jahresende dürften die Spreads nahezu überall weiter zurückgehen – in Europa wie in den USA, im Investmentgrade-Bereich ebenso wie bei High-Yield-Anleihen. Hierfür spricht vor allem die Markttechnik, denn die Nachfrage liegt noch immer über dem Angebot (*Abbildung 8*).

Allerdings sind die Spreads europäischer Investmentgrade-Anleihen bereits jetzt um mehr als die von uns im letzten Monat in Aussicht gestellten 30 Basispunkte zurückgegangen. Zusammen mit der noch immer sehr expansiven Geldpolitik, den Fortschritten der Weltwirtschaft und der zumindest auf kurze Sicht unproblematischen Fiskalpolitik spricht dies weiter für eine neutrale Einschätzung von Unternehmensanleihen.

*Abbildung 8*  
**Die Credit Spreads dürften leicht zurückgehen**



## Aktien: Gewinner bleiben Gewinner

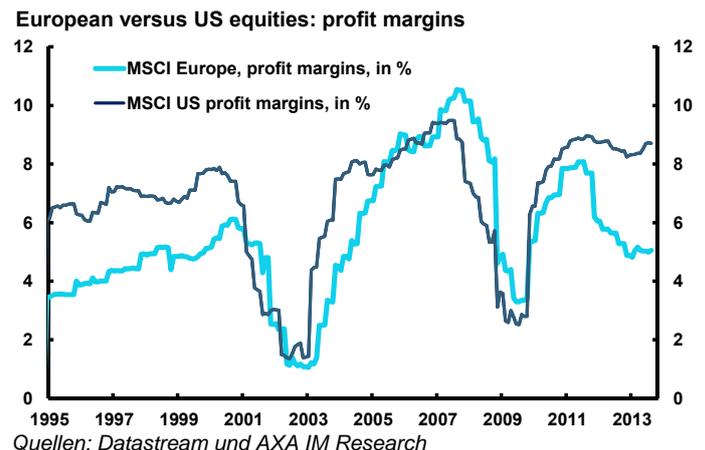
Obwohl die jüngsten Daten für eine nicht unbedingt störungsfreie Erholung in den USA und dem Euroraum sprechen, bleiben wir dabei, dass die Konjunktur die erwarteten Fortschritte macht – mit den Industrieländern an der Spitze. Besonders aufschlussreich sind in diesem Zusammenhang die Unternehmensgewinne. Enttäuschende Zahlen haben bislang vor allem Unternehmen vorgelegt, die unter der schwachen Konjunktur in den Schwellenländern bzw. der Stärke des Euro gegenüber dem US-Dollar und den Emerging-Market-Währungen gelitten haben. Dies bestärkt uns darin, dass eher binnenorientierte konjunktursensitive Unternehmen sowie Unternehmen aus Europa und den USA weiter Mehrerträge erwirtschaften. Dies spricht insbesondere für amerikanische und europäische Small Caps, auch wenn sie ihre Absatzmärkte stark diversifiziert haben und

deshalb heute weniger von der Binnenkonjunktur abhängen als früher.

**Unsere Empfehlungen zur Länderallokation bleiben unverändert.** Wir bevorzugen weiterhin Aktien aus dem Euroraum gegenüber US-Titeln. Zugegeben, seit Juni sind die Kurse europäischer Aktien stark gestiegen, so dass der Bewertungsabschlag gegenüber internationalen Aktien heute dicht am langfristigen Durchschnitt liegt. Die Differenz zwischen den Gewinnmargen in Europa und den USA ist aber noch immer groß (*Abbildung 9*). In den USA sind die Margen aufgrund stagnierender Löhne nach wie vor enorm, so dass das Aufwärtspotenzial begrenzt ist. In Europa sind sie hingegen mäßig. Da die Gewinnmargen stark konjunkturabhängig sind, dürfte ihre Entwicklung in Europa wesentlich zum Gewinnwachstum beitragen, wenn sich die Konjunktur weiter leicht erholt.

**Noch immer setzen wir auf britische Aktien,** die von der merklichen Konjunkturerholung in Großbritannien profitieren dürften. Außerdem bleiben wir bei einer **negativen Einschätzung der Schweiz,** deren Aktien unserer Ansicht nach noch immer zu teuer und zu defensiv sind. Die **neutrale Einschätzung der Emerging Markets** behalten wir ebenfalls bei, raten aber dazu, wählerisch zu sein und Länder mit hohen Leistungsbilanzdefiziten zu meiden. Durch die Aussetzung des Taperings in den USA haben diese Länder aber etwas Zeit gewonnen. Da das Thema Leistungsbilanzdefizite inzwischen allgemein bekannt ist rechnen wir, anders als im Sommer, jetzt aber nicht mehr mit signifikanten Wechselkursschwankungen. Dennoch: Die Stunde der Wahrheit steht noch bevor.

*Abbildung 9*  
**Die europäischen Gewinnmargen können noch steigen**



## 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.