

# Viel Liquidität: Die Notenbanken machen weiter

## Monatliche Investmentstrategie

### Die kleinen Schritte der EZB und vor allem die Bilanzsummenpolitik der Fed sorgen für reichlich Liquidität

Letzten Monat<sup>1</sup> berichteten wir ausführlich über die möglichen Folgen unseres Risikoszenarios, in dem die EZB mattgesetzt wird: In diesem Szenario würde die Leitzinsnormalisierung im Euroraum aufgrund der niedrigen Inflation und des geringen Wachstums so lange hinausgezögert, bis eine schwächere Weltkonjunktur sie am Ende ganz verhindern würde. Wir meinen, dass dieses Szenario mit der EZB-Ratssitzung im März Realität wurde: Man beschloss, den Einlagenzins mindestens bis Ende 2019 auf den derzeitigen -0,4% zu belassen. Dennoch bleibt eine Teil-Normalisierung im Jahr 2020 möglich. Für eine vollständige Normalisierung wäre aber ein nachhaltig höheres Wachstum über dem Potenzialwachstum nötig, das auch erhebliche Auswirkungen auf die Finanzmärkte hätte. Die Wahrscheinlichkeit einer solchen, überraschend positiven Entwicklung mit einem extrem langen Konjunkturzyklus beträgt aus unserer Sicht aber nur 20%.

In dieser Ausgabe unserer monatlichen Investmentstrategie untersuchen wir die Gründe und Folgen für die Entscheidung der Fed im März, die Bilanzsumme ab Mai langsamer zu verringern und sie dann ab September (und damit früher als von uns zunächst erwartet) konstant zu halten. Seit 2014 hat die Fed ein allmähliches Schrumpfen der Überschussreserven zugelassen, und 2017 beschleunigte sie dies sogar noch; sie ließ länger laufende Titel fällig werden, ohne das freiwerdende Kapital erneut zu investieren. Die Notenbank wurde also zu einem Nettoverkäufer von Anleihen und betrieb damit Quantitative Tightening (QT); das Quantitative Easing (QE) der Jahre 2008 bis 2013 wurde rückgängig gemacht. Von Anfang an fragten sich Volkswirte und Notenbanker, wie intensiv das bis dahin noch nie da gewesene Quantitative Tightening sein müsse – zumal die Banken, nicht zuletzt aufgrund strengerer aufsichtsrechtlicher Anforderungen, jetzt gewisse „Überschussreserven“ brauchen. Eine Verringerung auf den Vorkrisenwert von gut null würde die Reserven verknappen, mit der Folge höherer Kreditkosten. Die Fed mag noch so sehr betonen, dass sie keinen Mangel an Reserven sieht: Wir glauben, dass die Entwicklung der Kurzfristzinsen genau darauf hinweist – und dass dies dazu beigetragen hat, dass die Fed die Bilanzsummenverringerung stoppt.

Alles in allem hat die Lockerung der Geldpolitik in den Industrieländern auch zu lockereren Finanzbedingungen, niedrigeren Zinsen und Auftrieb für risikobehaftete Wertpapiere geführt. In unserem Basisszenario (50% Wahrscheinlichkeit) glauben wir, dass der weltweite „Notenbank-Put“ (expansive Geldpolitik ergänzt um expansive Fiskalpolitik in China und Europa) die Märkte hinreichend stützt. Allerdings ist man an den Märkten schon länger dieser Meinung, was sich auch in den Konsenserwartungen zeigt. Möglicherweise sind in den Revisionen seit Jahresbeginn schon sehr viele gute Nachrichten berücksichtigt.

### Im Überblick

- Im März waren sowohl die EZB als auch die Fed eher expansiv: Der „Notenbank-Put“ gilt noch immer.
- In China und Japan waren die Konjunkturdaten eher schwach, in Europa waren sie uneinheitlich. In den USA stand schwachen Nettoexporten eine stabile Binnenwirtschaft gegenüber.
- Die gute Wertentwicklung risikobehafteter Anlagen dürfte sehr positive Entwicklungen unterstellen: eine Lösung des amerikanisch-chinesischen Handelskonflikts, einen erst späteren oder weichen Brexit sowie eine allmähliche Erholung der Weltkonjunktur.
- Wir bleiben daher vorsichtig, mit einer moderaten Risikobereitschaft und einer neutralen taktischen Asset-Allokation.

<sup>1</sup> „[Abschwung im Euroraum kann die EZB mattsetzen](#)“, AXA IM Research, 21. Februar 2019.

## **Erste Zeichen für eine Konjunkturstabilisierung, aber es reicht noch nicht**

Aller Augen sind auf China gerichtet, da die chinesische Konjunktur der Hauptgrund für die schwächere Euroraum-Wirtschaft und damit für die Aussicht auf eine expansivere Geldpolitik und, wichtiger noch, für neue fiskalpolitische Maßnahmen ist. Zu Monatsanfang hat der chinesische Premierminister Li Keqiang auf dem Nationalen Volkskongress erklärt, dass die Fiskalpolitik expansiver werden soll. Dazu sollen Steuern und Gebühren stärker gesenkt werden, und die Provinzregierungen sollen mehr Anleihen begeben, um die Infrastrukturausgaben zu steigern. Insgesamt könnte der Fiskaleffekt 2,1% des BIP in diesem Jahr ausmachen. Außerdem treibt die People's Bank of China (PBoC) die Lockerung der Geldpolitik voran. Sie senkt die Mindestreservesätze und pumpt Liquidität in den Markt. Die Transmission in die Realwirtschaft schien zuletzt aber nur bedingt zu funktionieren; vielen kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) fällt es noch immer schwer, das nötige Kapital für eine Expansion ihres Geschäfts zu bekommen. Die Konjunkturdaten waren (bis jetzt) schwach, die Exporte fielen, und das Wachstum der Einzelhandelsumsätze sowie der meisten Arten von Investitionen geht weiter zurück. Die größten Sorgen machen aber die ersten Anzeichen für eine Schwäche des Arbeits- und des Wohnimmobilienmarktes.

Die europäischen Geschäftsklimaindizes zeigen nicht zuletzt deshalb einen starken Gegensatz zwischen schwachen Exporten und einer stabilen Binnenkonjunktur. Die Einzelhandelsumsätze haben sich im Januar erholt, das Verbrauchervertrauen und das Geschäftsklima im Dienstleistungssektor im Februar. Enttäuschender waren die Konjunkturdaten in Japan – die Umfragezahlen ebenso wie Industrieproduktion, Export und Konsum. In den USA waren die Kurzfristindikatoren hingegen uneinheitlich. In der Industrie gaben sie nach, doch der Wohnimmobiliensektor und das Verbrauchervertrauen haben sich gemessen an den meisten Kennzahlen von den Tiefstständen am Jahresende erholt.

So viel zur Weltwirtschaft – in Großbritannien beginnt unterdessen die nächste Stufe des Brexit-Dramas. Nach wie vor schafft es die britische Regierung nicht, genügend Unterstützung für den mit der EU ausgehandelten Austrittsvertrag zu bekommen. Zugleich hat das Parlament aber einen No-Deal-Brexit und eine Verschiebung des Austritts abgelehnt. Dennoch sucht Premierministerin May jetzt um eine solche Verschiebung nach; der Austritt soll demnach erst nach dem 29. März stattfinden. Unbeirrt setzt sie weiter auf eine Zustimmung zu ihrem Austrittsvertrag. Das Risiko eines ungeordneten Brexit scheint sich damit nur auf Ende Juni zu verschieben; zumal die übrigen EU-Länder eine Verschiebung einstimmig billigen müssten. Wir glauben, dass die EU, die das politische Drama in Großbritannien alles andere als lustig findet, eine kurze Verlängerung am Ende – wenn auch widerwillig – akzeptieren wird. Die Unsicherheit durch den Brexit wird damit anhalten, was die britische Konjunktur und die britischen Zinsen dämpfen dürfte.

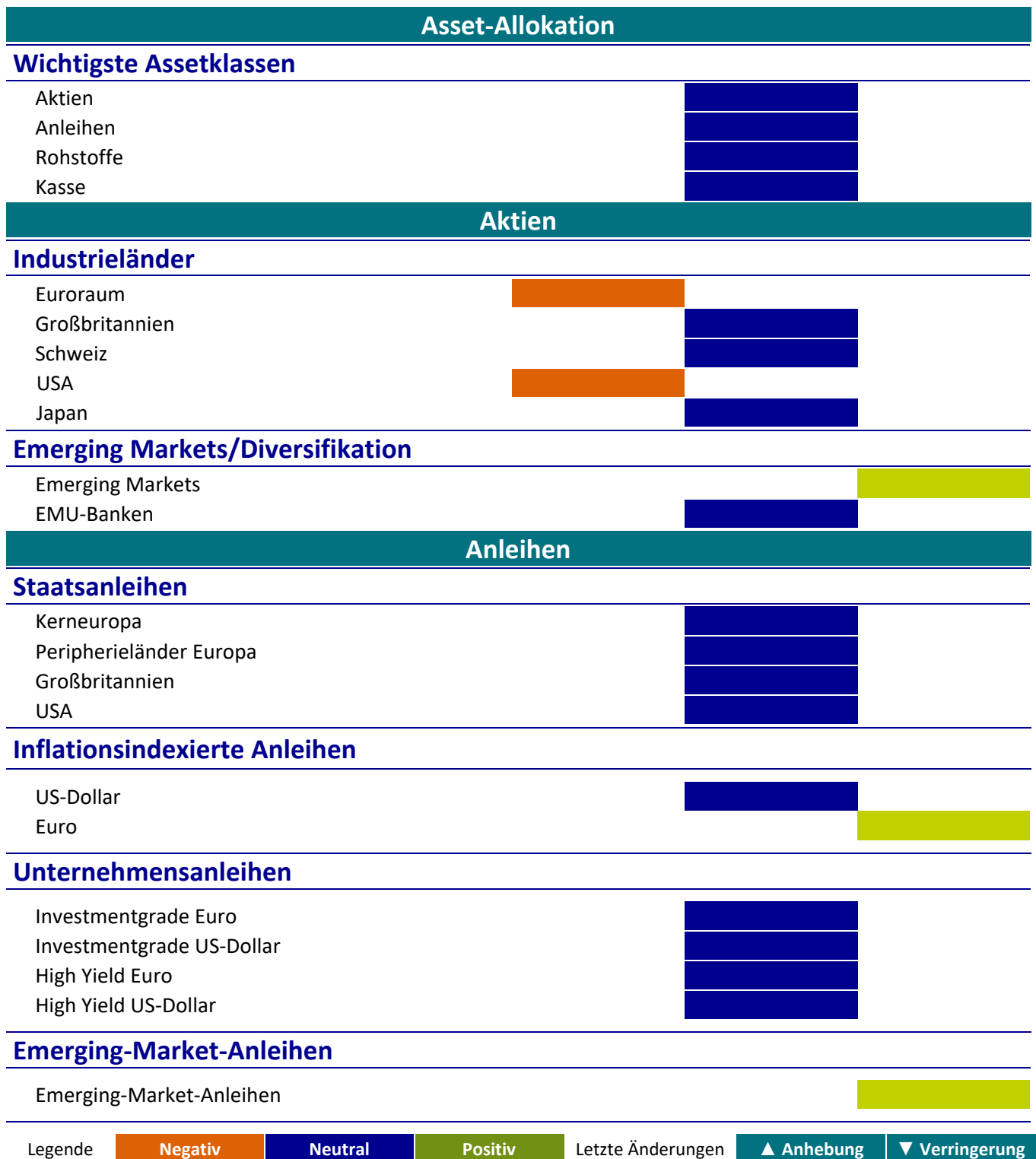
## **Asset-Allokation: Stabile, mäßige Risikobereitschaft, neutrale Aktiengewichtung**

Da die Risiken asymmetrisch sind, die Menschen echte Verluste stärker wahrnehmen als Verlustrisiken und das neue Jahr für risikobehaftete Wertpapiere gut begann – insbesondere US-Aktien haben seit Jahresbeginn 13% zugelegt –, bleiben wir bei unserer moderaten Risikobereitschaft und einer insgesamt neutralen taktischen Asset-Allokation. Die nachlassende Weltkonjunktur spricht für ein geringeres Wachstum der Unternehmensgewinne, während sich die Gewinnmargen auf Höchstständen befinden. Andererseits liegen die Bewertungen nah an ihren Langfristdurchschnitten und sorgen daher nicht für Gegenwind. Alles in allem sehen wir ohne einen positiven Katalysator kurzfristig aber nur begrenzten Spielraum für weitere Kursgewinne.

Wir bleiben daher in amerikanischen und europäischen Aktien untergewichtet und bevorzugen Emerging-Market-Titel, die von den vermutlich noch länger niedrigen Zinsen, dem höheren Wachstum der Schwellenländer und den attraktiveren Bewertungen profitieren dürften.

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

# Unsere Sicht der Anlageklassen



Legende: Negativ Neutral Positiv
 Letzte Änderungen: ▲ Anhebung ▼ Verringerung

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 21. März 2019

## Konjunkturprognosen im Überblick

Jahresprognosen BIP (%)	2018	2019*		2020*	
		AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens
<b>Welt</b>	<b>3,7</b>	<b>3,4</b>		<b>3,5</b>	
<b>Industrieländer</b>	<b>2,3</b>	<b>1,8</b>		<b>1,5</b>	
USA	2,9	2,3	2,5	1,6	1,9
Euroraum	1,8	1,0	1,4	1,1	1,5
Deutschland	1,4	0,9	1,4	1,2	1,5
Frankreich	1,5	1,1	1,4	1,2	1,5
Italien	0,9	0,0	0,7	0,6	0,9
Spanien	2,5	2,2	2,2	1,6	1,9
Japan	0,7	0,5	0,9	0,3	0,5
Großbritannien	1,3	1,3	1,5	1,5	1,6
Schweiz	2,5	1,0	1,6	1,3	1,6
<b>Emerging Markets</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>		<b>4,7</b>	
<b>Asien</b>	<b>6,0</b>	<b>5,6</b>		<b>5,5</b>	
China	6,6	6,1	6,2	6,1	6,0
Südkorea	2,7	2,6	2,5	2,5	2,5
Sonstiges Asien	5,7	5,5		5,4	
<b>Lateinamerika</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>		<b>2,1</b>	
Brasilien	1,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Mexiko	2,2	1,8	1,9	1,8	2,0
<b>Europa</b>	<b>2,4</b>	<b>1,6</b>		<b>2,4</b>	
Russland	2,3	1,8	1,5	1,8	1,7
Polen	5,2	3,5	3,8	3,0	3,3
Türkei	3,5	0,2	0,2	2,5	2,9
<b>Sonstige Emerging Markets</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>		<b>3,4</b>	

Quellen: Consensus Economics, IWF und Berechnungen von AXA IM Macro Research, Stand 21. März 2019

Jahresprognosen Inflation (%)	2018	2019*		2020*	
		AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens
<b>Industrieländer</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>		<b>2,0</b>	
USA	2,4	2,2	2,0	2,7	2,2
Euroraum	1,7	1,2	1,5	1,4	1,6
Japan	1,0	0,5	1,0	0,9	1,4
Großbritannien	2,5	1,8	2,1	2,3	2,0
Schweiz	0,9	0,7	0,8	1,0	1,0
Sonstige Industrieländer	1,7	0,8		1,8	

Quellen: Bloomberg, IWF und Berechnungen von AXA IM Macro Research, Stand 21. März 2019

Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

## Zentralbankprognosen

		<b>Zentralbankpolitik</b>			
		<b>Sitzungen und erwartete Änderungen (Zinsen in Bp./QE in Mrd.)</b>			
		<b>Aktuell</b>	<b>2. Quartal 2019</b>	<b>3. Quartal 2019</b>	<b>4. Quartal 2019</b>
<b>USA (Fed)</b>	Datum	2,25–2,50	30. Apr.–1. Mai	30.–31. Juli	29.–30. Okt.
	Leitzins		18.–19. Juni	17.–18. Sep.	10.–11. Dez.
			k.Ä. (2,25–2,50)	+0,25 (2,50–2,75)	k.Ä. (2,50–2,75)
<b>Euroraum (EZB)</b>	Datum	-0,40	10. April	25. Juli	24. Okt.
	Leitzins		6. Juni	12. Sep.	12. Dez.
			k.Ä. (-0,40)	k.Ä. (-0,40)	k.Ä. (-0,40)
<b>Japan (BoJ)</b>	Datum	-0,1/25 Bio. JPY	24.–25. April	29.–30. Juli	30.–31. Okt.
	Leitzins/QE		19.–20. Juni	18.–19. Sep.	18.–19. Dez.
			k.Ä./Tapering	k.Ä./Tapering	QQE: 15 Bio. JPY netto
<b>Großbritannien (BoE)</b>	Datum	0,75	2. Mai	1. Aug.	7. Nov.
	Leitzins		20. Juni	19. Sep.	19. Dez.
			k.Ä. (0,75)	k.Ä. (0,75)	+0,25 (1,00)

Quellen: Datastream, AXA IM Macro Research, Stand 21. März 2019

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](http://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 Marktstatistikanalyseunternehmen 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.

Weder MSCI noch andere an der Zusammenstellung, Berechnung und Erstellung der MSCI-Daten Beteiligte übernehmen eine explizite oder implizite Garantie bzw. Zusicherung für die Richtigkeit der Daten (sowie die auf ihrer Grundlage erhaltenen Ergebnisse) und sind in keiner Weise für die Korrektheit, Genauigkeit, Vollständigkeit, Verkehrsfähigkeit und Eignung der Daten für bestimmte Zwecke verantwortlich. Unabhängig davon haften weder MSCI noch die mit MSCI verbundenen Unternehmen und andere an der Zusammenstellung, Berechnung und Erstellung der MSCI-Daten Beteiligte in keiner Weise für direkte, indirekte besondere, mit Entschädigungszahlungen verbundene sowie andere Schäden und Folgeschäden (einschließlich entgangener Gewinne), selbst wenn sie zuvor über die Möglichkeit entsprechender Forderungen aufmerksam gemacht wurden. Die MSCI-Daten dürfen ohne ausdrückliche schriftliche Genehmigung nicht weitergegeben oder weiterverbreitet werden.

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 2019. 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