

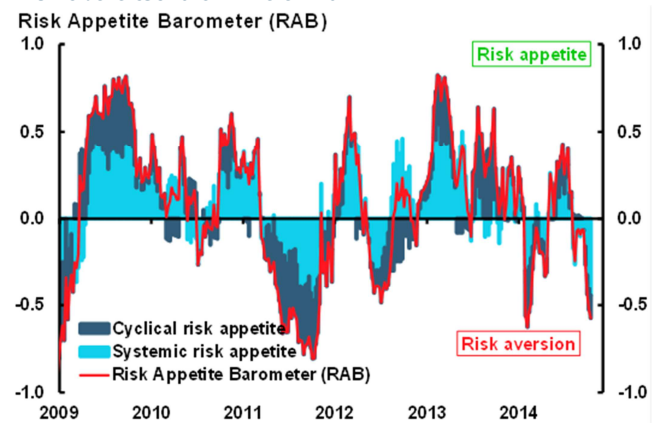
Die neue Stagnationsangst

Wir senken unsere Wachstumsprognose für den Euroraum und gewichten Aktien neutral

Im Überblick

- Neue Kurzfristempfehlung: Nach den Warnungen des IWF und den Äußerungen der Fed rechnen immer mehr Investoren mit einer längeren Stagnation, insbesondere im Euroraum. Wir passen unsere Kurzfristempfehlung an und geben die Übergewichtung von **Aktien** zugunsten einer **neutralen** Positionierung auf. **Die Untergewichtung von Renten behalten wir bei.**
- Wir senken unsere 2015er BIP-Prognose für den Euroraum von 1,4 auf 0,8%.** Damit reagieren wir auf das geringere Exportwachstum und das schlechte Geschäftsklima. Der schwächere Euro dürfte eine Rezession verhindern, doch erwarten wir frühestens Mitte 2015 einen deutlichen Aufschwung. Die EZB muss sich endlich zum Quantitative Easing entschließen; die Fiskalpolitik muss wachstumsfreundlicher werden.
- Die 2015er Wachstumsprognose für die USA heben wir** aufgrund der guten Investitions- und Konsumaussichten **von 2,5 auf 2,7% an.** Die Knappheiten am Arbeitsmarkt dürften die Fed zu einer ersten Zinsanhebung Mitte 2015 bewegen. Der stärkere Dollar und niedrigere Energiepreise könnten den Zinsschritt aber hinauszögern.
- Im **Aktienbereich** raten wir jetzt zu einer Übergewichtung Japans und einer Untergewichtung der Emerging Markets außerhalb Asiens. Bei **Staatsanleihen** bevorzugen wir weiterhin den Euroraum gegenüber den USA; bei **Unternehmensanleihen** setzen wir auf **Investmentgrade-Titel aus dem Euroraum und High Yield aus den USA.**

Abbildung 1
Risikobereitschaft im freien Fall



Quelle: AXA IM

Empfehlungen für die Asset-Allokation

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

▲/▼ Veränderung ggü. dem Vormonat

Quelle: AXA IM

Konjunkturangst lässt Märkte taumeln

Weltweit haben sich die Investoren in den letzten Wochen Sorgen um die Konjunktur gemacht. Begründet wurden sie meist mit dem jüngsten World Economic Outlook des IWF, dem Protokoll der Septembersitzung der Fed und nicht zuletzt den enttäuschenden Konjunkturdaten aus Deutschland und dem Euroraum. Die US-Staatsanleiherenditen fielen auf etwa 2,2%, die Bundesanleiherenditen auf 0,8%. Seit unserer September-Strategie haben die Aktienmärkte 9% verloren. Hat sich die Marktsituation damit grundsätzlich geändert oder war dies lediglich eine technische Korrektur? Die Aktienmärkte sind dafür bekannt, Rezessionen zu prognostizieren, die dann gar nicht stattfinden. Dennoch wäre es unklug, den Kursrutsch völlig zu ignorieren.

In klarem Gegensatz zum IWF erwarten wir für das kommende Jahr ein mäßiges Weltwirtschaftswachstum von 3,3% und damit ähnlich viel wie 2014. Der stärkeren US-Konjunktur dürfte ein deutlicher Wachstumsrückgang im Euroraum und Japan gegenüberstehen.

USA: Der private Verbrauch hilft

Die USA dürften wieder stärker wachsen. Vielen Marktbeobachtern machen die schwächere Weltkonjunktur und der stärkere Dollar Sorgen, während wir vor allem die stärkere Binnenkonjunktur sehen. Dank des ordentlichen Beschäftigungswachstums steigen die Haushaltseinkommen, auch wenn die Löhne nur verhalten zulegen. Der deutliche Benzinpreiserückgang dank niedrigerer Ölpreise lässt die Realeinkommen steigen, und die Unternehmen investieren noch immer viel: Den Frühindikatoren zufolge ist im 3. und 4. Quartal mit einem beachtlichen Plus zu rechnen.

Zweifellos würde eine deutlich schwächere Weltwirtschaft der US-Konjunktur schaden. Einstweilen rechnen wir aber nur mit einem leichteren Wachstumsrückgang aufgrund der mäßigen Erholung wichtiger Regionen. Für den US-Export (*Abbildung 2*) zählt vor allem, ist, dass Mexiko und Kanada 2015 wohl wieder stärker wachsen. In diese beiden Länder geht ein Viertel der amerikanischen Ausfuhren, während auf den Euroraum nur 16% und auf China 21% entfallen.

Höhere US-Exporte würden nicht nur unsere verhaltene Konjunkturprognose für den Euroraum ausgleichen, sondern – zumindest teilweise – auch die Folgen einer Dollaraufwertung. Aufgrund der niedrigeren Gewinnprognosen ist unser Ausblick für die Unternehmensinvestitionen im kommenden Jahr eher verhalten. Hingegen dürfte der leichte Lohnanstieg die Haushaltsausgaben im neuen Jahr etwas steigen lassen. Wir gehen davon aus, dass das BIP-Wachstum in den USA 2015 auf 2,7% steigt und die Wirtschaft 2016 in einer ähnlichen Größenordnung wächst.

Abbildung 2

USA: Auftragseingang spricht für steigenden Export

USA: New export orders & exports



Euroraum: Ernüchterung

Schwache deutsche Konjunkturdaten für den August, die halbherzige Reaktion der EZB im Oktober und eine (nach Einschätzung des IWF) 40-prozentige Rezessionswahrscheinlichkeit haben die Anlegerstimmung im Euroraum nachhaltig gedämpft. Auch wir rechnen mit einer schwächeren Konjunktur und senken unsere Wachstumserwartungen für 2015 von 1,4 auf 0,8%. Dem deutlichen Kurseinbruch zufolge halten die meisten Marktteilnehmer eine Rezession für wahrscheinlicher als wir und schließen selbst eine Deflation nicht aus.

Für das enttäuschende Wirtschaftswachstum in diesem Jahr gibt es drei Gründe: (1) die Auseinandersetzungen zwischen Russland und der Ukraine und deren Auswirkungen auf den Export, (2) die nicht enden wollende Rezession in Italien und (3) den mangelnden Anstieg der Unternehmensgewinne. All dies wird auch 2015 bleiben, was für ein niedrigeres Trendwachstum spricht. Vor allem der Abschwung in Deutschland scheint stärker zu sein als von uns bislang vermutet, da die deutsche Wirtschaft sehr export- und industrielastig ist. Entscheidend ist aus unserer Sicht aber die Fiskalpolitik: Staatliche Investitionen könnten die Binnennachfrage im Euroraum maßgeblich stärken – trotz ihres meist langen Vorlaufs.

Die Inflation hat sich den jüngsten Daten zufolge ähnlich entwickelt wie von uns im Juni vermutet. Den Septemberwert von 0,3% halten wir für den Tiefpunkt. Bis zum Jahresende könnte sich die Teuerung bei 0,5% stabilisieren und dann ab Januar auf etwa 1% steigen. Die Kerninflation dürfte auf absehbare Zeit etwa 0,8 bis 1,0% betragen. Eine große Unbekannte bleiben aber die Energie- und Nahrungsmittelpreise. Wir haben deshalb unsere Inflations-schätzung für 2015 auf 1,0% korrigiert, halten aber die volatilen Rohstoffmärkte für einen Unsicherheitsfaktor.

Kommen wir zur EZB: Die Zweifel daran, ob sie ihre Wertpapierkäufe tatsächlich um eine Billion Euro herauffahren kann, scheinen uns übertrieben. Natürlich wird das Kaufprogramm erst langsam beginnen, und es müssen einige technische Probleme gelöst werden. Während der gesamten Eurokrise war es aber stets unklug, die Entschlossenheit der EZB zu unterschätzen. Wenn unser Basisszenario stimmt, dürfte es die EZB bei den schon angekündigten Maßnahmen belassen. Wer mit Quantitative Easing rechnet, wird dann enttäuscht werden. Falls die Inflation weiter zurückgeht, halten wir zusätzliche Käufe von Wertpapieren privater Emittenten für plausibel, nicht aber von Staatsanleihen.

Großbritannien dürfte mit den neuen Herausforderungen besser zurechtkommen. Der IWF feiert Großbritannien als das vermutlich wachstumsstärkste G7-Land dieses Jahres. Wir schließen uns dem IWF im Wesentlichen an und erwarten für dieses Jahr ein um 3,0% höheres BIP. Im 4. Quartal dürfte sich die Konjunktur aber abschwächen, vor allem wegen der Weltwirtschaftslage und insbesondere des Abschwungs im Euroraum. Außerdem haben neue Vorschriften und steigende Zinserwartungen dem Wohnimmobilienmarkt geschadet, der oft ein wichtiger Konjunkturkatalysator ist. Auch das zuletzt starke Investitionswachstum dürfte wegen der zunehmenden politischen Unsicherheit etwas nachlassen. Dass der Aufschwung dennoch weitergeht, liegt am privaten Verbrauch. Der Lohnanstieg wird sich 2015 wohl in Grenzen halten, doch dürften die Realeinkommen von einem weiteren Inflationsrückgang profitieren. Alles in allem erwarten wir für Großbritannien für 2015 2,6% Wachstum, wobei die Quartalszahlen von 0,9% im 2. Quartal 2014 auf durchschnittlich 0,6% zurückgehen. 2016 dürfte die britische Wirtschaft dann nur noch um 2,4% wachsen.

Wiedersehen mit Abenomics, Mäßigung in den Emerging Markets

In Japan war das 3. Quartal durchweg enttäuschend, so dass wir unsere BIP-Prognose gesenkt haben. Industrieproduktion und privater Verbrauch lassen vermuten, dass das BIP nach dem Einbruch im 2. Quartal auch im dritten geschrumpft ist. Wir haben unsere Prognose für 2015 deshalb von 1,4 auf 0,9% gesenkt.

Nachgelassen hat auch der Inflationsanstieg. Im August lagen die Verbraucherpreise nur noch um 3,3% über dem Vorjahreswert. Die häufiger erhobenen Indikatoren sprechen für einen erneuten Preisrückgang.

Entscheidend wird sein, wie die Notenbank auf die schlechten Nachrichten reagiert. Bis jetzt äußert sie sich noch recht optimistisch. In der Presse wird aber darüber spekuliert, dass sie ihre Wortwahl ändert – um flexibler zu sein, wenn das 2%-Inflationsziel erreicht ist. Trotz einigen Widerstandes gegen eine weitere Yen-Abwertung sind zusätzliche Wertpapierkäufe im neuen Jahr eine klare Option.

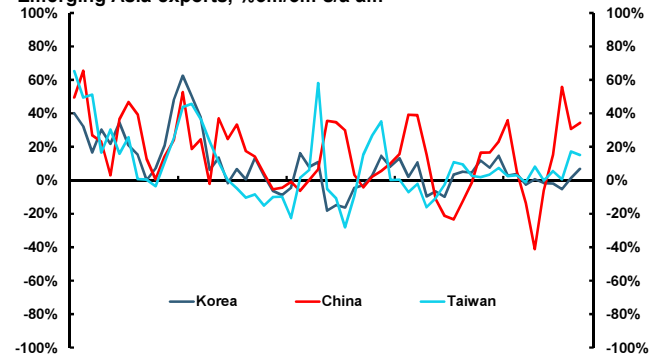
In den Emerging Markets hat sich die Konjunktur abgeschwächt, wie die Einkaufsmanagerindizes im September

bereits andeuteten. Zwar liegen alle regionalen Kennzahlen noch über 50, doch nehmen die Unterschiede zwischen den Ländern zu. Die Zahlen aus Asien (ohne Japan) verschlechterten sich, die europäischen Emerging Markets und Lateinamerika machten Fortschritte, insbesondere in der Industrie. Die Einzelhandelsumsätze blieben hingegen schwach, vor allem in Lateinamerika und den europäischen Emerging Markets. Die Ausgaben wachsen aber auch deshalb nur mäßig, weil sich die asiatischen Haushalte stark verschuldet hatten und das Geld jetzt knapp ist – obwohl die Arbeitslosigkeit so niedrig ist wie nie zuvor.

China zeigt trotz der anhaltenden Korrektur am Wohnimmobilienmarkt Anzeichen für eine Stabilisierung. Die jüngste Lockerung von Kaufbeschränkungen und Kreditvergabe dürfte diesen Risiken zwar entgegenwirken, wird den Abwärtstrend aber wohl nicht stoppen. Im 3. Quartal dürfte das Wirtschaftswachstum aufgrund niedrigerer Bauinvestitionen abgenommen haben, und im 4. Quartal erwarten wir eine weitere Abschwächung. Insgesamt sehen wir keinen Grund, unsere derzeitige Wachstumsprognose von etwa 7,2% zu ändern. Die zentrale Wirtschaftskonferenz im November dürfte die offizielle Prognose auf „etwa“ 7% senken und auch noch weniger Wachstum nicht ausschließen.

Im Sommer ist der Welthandel zwar zurückgegangen, doch sprechen die jüngsten Exportdaten aus China, Korea und Taiwan (Septemberzahlen) zu Beginn des 4. Quartals für eine Belebung (Abbildung 3).

Abbildung 3
Asiatische Exporte: Wachstum, was sonst?
Emerging Asia exports, %3m/3m s/a a.r.



Quellen: Datastream, Bloomberg und AXA IM Research

Wegen des unterdurchschnittlichen Wachstums und der dank fallender Rohstoffpreise weiter abnehmenden Inflation haben die meisten Emerging-Market-Notenbanken eher moderate Töne angeschlagen. Die koreanische Zentralbank hat ihren Leitzins auf 2% gesenkt; die indische und die indonesische Notenbank haben ihre Rhetorik gemäßigt. In den europäischen Emerging Markets werden die Inflationsziele mit zurzeit unter 1% Teuerung deutlich unterschritten. Wir gehen davon aus, dass die Notenbanken Polens, Rumäniens und Ungarns die Zinsen bald senken werden.

Dass wir eine Normalisierung der US-Geldpolitik erwarten, hat auch viel mit Mittelabflüssen und dem damit einhergehenden Druck auf den US-Dollar zu tun.

Auch die Politik steht wieder im Blickpunkt – mit der Stichwahl in Brasilien am 26. Oktober, den Studentenunruhen in Hongkong, den wachsenden Widerständen gegen Reformen in Indonesien und den Anzeichen für eine vorgezogene Neuwahl in Venezuela.

Konsequenzen für Anleger

In den letzten Monaten waren die Signale oft widersprüchlich, so dass die Volatilität **stieg. Für Sorglosigkeit gibt es keinen Grund.** Wie erwähnt haben wir unsere Wachstumsprognosen für 2015 gesenkt. Sorgen macht vor allem der Euroraum, und wir sehen keinerlei Anzeichen für ein höheres Weltwirtschaftswachstum. Die Risiken sind zahlreich – und täglich werden es mehr.

Die aktuelle Unsicherheit wird die Investoren wohl weiter umtreiben und kurzfristig für Volatilität sorgen. Trotz des Kurseinbruchs ist keinesfalls sicher, dass die Angst vor einer Rezession im Euroraum jetzt vollständig in den Kursen berücksichtigt ist. Vielleicht fürchtet man eine längere Stag-nationsphase. Eine neue Rezession ist keinesfalls unser Hauptszenario, doch wissen wir alle, dass Märkte zu Über-treibungen neigen – siehe unser Risk Appetite Barometer (*Abbildung 1*, erste Seite). Die Aktienmarktkorrektur könnte noch einige Zeit anhalten, da wichtige Unterstützungslinien durchbrochen wurden. **Wir wollen uns nicht gegen den Markt stellen und ändern deshalb unsere kurzfristigen Empfehlungen für Aktien. Nennen wir es „Stop Loss“.**

Mittelfristig dürfte aber wieder die Konjunktur die Märkte bestimmen, und zwar aus mehreren Gründen: Niedrige Rohstoffpreise lassen die Realeinkommen in den Industrieländern deutlich steigen; niedrige Anleiherenditen (insbesondere der Rückgang der US-Hypothekenzinsen um 50 Basispunkte) großzügige Kreditbedingungen in den USA und steigende Hauspreise dürften dem Geschäfts- und Konsumklima zuträglich sein. Der schwache Euro ist zweifellos gut für die Unternehmensgewinne im Euroraum und lässt die Importpreise steigen.

Auch in Zukunft wird **weltweit reichlich Liquidität** vorhanden sein, denn an die Stelle der Fed tritt jetzt die EZB. Sie kauft für bis zu einer Billion Euro Wertpapiere privater Emittenten, was den Kursen nur gut tun kann. Dazu passen auch die jüngsten Äußerungen des stellvertretenden Fed-Vorsitzenden Stanley Fischer, denen zufolge der erste Zinsschritt der Fed vielleicht später kommt als bislang erwartet. Dies soll insbesondere den stärkeren Dollar kompensieren. Der „Yellen Put“ ist mehr als plausibel.

Es klingt fast wie eine Binsenweisheit, aber alle Assetklassen sind aufgrund der sehr expansiven Geldpolitik heute teuer. Die sehr großzügige Liquiditätsversorgung hat die

Kurse etwa auf das 18-fache der berichteten Gewinne steigen lassen, was **absolut gesehen nicht wirklich billig** ist. Andererseits ist ein **KGV von 18 gemessen an den Anleiherenditen auch nicht stark übertrieben.**

Mittelfristig raten wir daher weiter zu einer Übergewichtung von Aktien.

Renten: Die Fed macht die Musik

An den Rentenmärkten achtet man sehr genau auf Zinserhöhungen der Fed und mögliche Auswirkungen auf die Renditen. Die eher milden Äußerungen des Offenmarktausschusses im Septemberprotokoll glichen den deutlichen Beschäftigungsanstieg im gleichen Monat in gewisser Weise aus. Wenn überhaupt, sprechen die jüngsten Wortmeldungen diverser Offenmarktausschussmitglieder dafür, dass die Fed die Zinsen im Zweifel eher später erhöht. Die Gründe sind (1) der starke US-Dollar, der faktisch zu einer Straffung der Geldpolitik geführt hat, (2) die noch lebendigen Erinnerungen an die Tapering-Diskussion im letzten Jahr und (3) Zweifel an der Weltwirtschaft.

Es überrascht daher nicht, dass die Marktteilnehmer den ersten Zinsschritt erst für Ende 2015 oder Anfang 2016 erwarten. Aufgrund der jüngsten Äußerungen der Fed dürfte sich die Forward Guidance in diesem Jahr nicht ändern. Die Notenbank möchte sich erst noch ein genaueres Bild machen, bevor sie die Renditen als zu niedrig bezeichnet. **Wir haben deshalb unsere Jahresendprognose für die Zehnjahresrendite von 2,7 auf 2,4% gesenkt.** Noch immer glauben wir aber, dass sich die Marktteilnehmer spätestens Mitte nächsten Jahres mit moderaten Zinserhöhungen abfinden werden. Dann dürfte auch der traditionelle Zusammenhang zwischen Geldpolitik und Steigung der Zinsstrukturkurve wieder gelten. Im neuen Jahr werden die Zehnjahresrenditen wohl weiter steigen, nach unseren Prognosen auf 3,0%. **US-Staatstitel schätzen wir daher weiter zu-rückhaltend ein.**

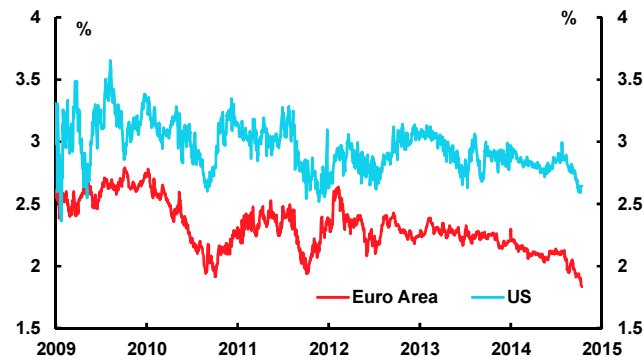
Allerdings glauben wir nicht, dass sich die **Bundes-anleiherenditen** kurzfristig von ihren extremen Tiefs entfernen. Sie werden allenfalls langsam steigen, wenn (1) die Konjunktur-angst nachlässt und (2) sich die deutschen Renditen dem Renditeanstieg in den USA nicht länger entziehen können (und nicht umgekehrt). **Wir bleiben daher bei einer neutralen Gewichtung von Bundesanleihen und einer positiven Einschätzung der Peripherieländermärkte.**

Die neue Haltung der EZB hat wichtige Auswirkungen auf die Laufzeitenallokation im Euroraum: (1) Wer auf eine abnehmende Steigung der Zinsstrukturkurve jetzt, geht faktisch direktionale Positionen ein. (2) Die Zinsstrukturkurve wird auf absehbare Zeit steil bleiben. (3) Eine steile Zinsstrukturkurve bedeutet Abwärtsdruck auf die Renditen, was länger laufende Anleihen interessant macht.

Die Renditedifferenz zwischen den USA und Deutschland wird stark von der Entwicklung der US-Renditen abhängen.

Mit anderen Worten: Da wir eine Seitwärtsbewegung der Bundesanleiherenditen erwarten und nur mit einem sehr geringen Anstieg der US-Renditen rechnen, dürfte sich der Zinsabstand bis zum Jahresende kaum signifikant ausweiten.

Abbildung 4
Übertrieben niedrige Inflationserwartungen
Inflation swaps: 5Y 5Y fwd



Quellen: Datastream und AXA IM Research

Im Euroraum macht man sich große Sorgen wegen einer möglichen Deflation. Die in fünf Jahren für die dann folgenden fünf Jahre erwartete Inflation (Abbildung 4) ist aufgrund der befürchteten Stagnation so niedrig wie noch nie. Für die abnehmenden Inflationserwartungen in den USA dürften vor allem die ungleichmäßige Erholung des Arbeitsmarkts, die niedrigen Rohstoffpreise und der stärkere US-Dollar verantwortlich sein. In nächster Zeit könnten die beiden letzten Faktoren dafür sorgen, dass die Inflation länger als erwartet unter dem Zielwert der Fed liegt und die Notenbank ihre erste Zinserhöhung deshalb hinauszögert. Die Breakeven-Inflation würde dann nicht steigen. Dies ist allerdings nicht unser Hauptszenario, so dass wir langfristig auf eine steigende Breakeven-Inflation setzen. Kurzfristig könnten Unsicherheit und die negative Zinsdifferenz inflationsindexierten Anleihen aber schaden. **Vorübergehend übergewichten wir sie daher weniger stark.**

Unternehmensanleihen

Bis zum Jahresende dürften die Kurse steigen, da die weiteren Spreads und die steileren Zinsstrukturkurven (und damit höhere Roll-Renditen) die mittelfristigen Ertragserwartungen verbessern – zumal sich die Spreads seitwärts bewegen. Die Wachstums- und Inflationsdifferenz zwischen den USA und Europa sowie die Notenbankpolitik werden vermutlich zu einer doppelten Zweiteilung des Marktes führen, in Papiere mit guter und schlechter Kreditqualität einerseits sowie in Papiere aus den USA und Europa andererseits.

Die Aussichten auf ein blutleeres Wachstum und eine unterdurchschnittliche Inflation im **Euroraum** sprechen dafür, dass die Leitzinsen noch sehr lange niedrig bleiben. Für Unternehmensanleihen ist das gut, sofern die Ausfallquoten nicht steigen. Niedrige Bundesanleiherenditen sprechen auch weiterhin für länger laufende Euro-denominierte In-

vestmentgrade-Anleihen. Die anhaltenden Mittelabflüsse könnten hingegen Euro-denominierte High-Yield-Papiere weiter unter Druck setzen. In den **USA** gilt möglicherweise das Gegenteil: Hier sprechen das höhere Wachstum und die allmählich steigenden Staatsanleiherenditen eher für High Yield als für langlaufende Investmentgrade-Papiere.

Im Euroraum könnte es aber auch anders kommen, wenn nämlich die EZB zum Quantitative Easing greift (nicht unser Hauptszenario) und große Liquiditätsspritzen die Jagd nach Rendite neu entfachen können. Der Renditeabstand zwischen Papieren mit hohem und mit niedrigem Beta könnte dann fallen, auch wegen der jüngsten Verbilligung Euro-denominierter High-Yield-Anleihen. Die Spreads von Papieren mit B-Rating sind heute wieder so hoch wie im Oktober 2013, doppelt so hoch wie die Spreads von BB-Anleihen. Der Abstand hat wieder sein altes Allzeithoch erreicht.

Werfen wir noch einen Blick auf Angebot und Nachfrage. Die jüngsten Kapitalströme bestätigen die positive Einschätzung Dollar-denominierter High-Yield-Anleihen; nach den Daten von Trace überwiegen bei Privatanlegern die Käufe, und die Nettomittelzuflüsse in High Yield/Junk-Bond-ETFs sind seit Mitte September wieder positiv. High-Yield-Publikumsfonds verzeichnen zwar weiter Abflüsse, doch nehmen sie in den USA ab, während sie in Europa steigen. Seit Juni 2014 haben Publikumsfonds für Euro-High-Yield so viel Volumen verloren, dass die kumulierten Zuflüsse seit Jahresbeginn von High-Yield-Fonds jetzt unter denen von Investmentgrade-Fonds liegen. Dazu passt auch, dass die Erträge Euro-denominierter Investmentgrade-Anleihen seit Jahresbeginn höher sind als die von Euro-denominierten High-Yield-Anleihen (etwa 7% gegenüber etwa 4%). In einem etwas unruhigen Marktumfeld wurden bis September aber kaum weniger Anleihen begeben.

Aktien

Die anhaltende wirtschaftliche Unsicherheit, die wohl kaum über Nacht verschwinden dürfte, und die Zweifel daran, dass die EZB ihre Bilanz wirklich auf das Niveau von Anfang 2012 ausweitet, sprechen für Vorsicht bei Euroraum-Aktien.

Mittelfristig bleiben wir hier aber optimistisch. Erstens erwarten wir im Euroraum keine Rezession, was auch der Markt irgendwann erkennen dürfte. Zweitens rechnen wir damit, dass eine stärkere Binnennachfrage, höhere Investitionen und höhere Exporte zu einer Erholung der deutschen Konjunktur noch in diesem Jahr führen werden. Drittens dürfte die EZB alles Nötige tun, um einen weiteren Inflationsrückgang zu verhindern und ihre Bilanz auszuweiten – und ein schwächerer Euro ist der wichtigste Positivfaktor für Euroraumaktien. **Mittelfristig raten wir daher weiter zu einer Übergewichtung.**

Wir halten auch die Zeit für gekommen, **japanische Aktien überzugewichten.** Dafür spricht nicht nur ihr Diversifikationspotenzial in volatilen Zeiten, sondern auch andere Gründe: Erstens sind japanische Aktien jetzt attraktiv bewertet;

sowohl das KGV als auch das KBV sind niedriger als in den USA und Europa. Zweitens steigt die Lohninflation, eine wichtige Voraussetzung für eine höhere Binnennachfrage und ein Ende der Deflation. Drittens sind die Gewinnrevisio- nen positiv. Viertens gibt es Hinweise für eine Verbesserung der Corporate Governance.

Zu Ausgleich hierfür raten wir zu einer **Untergewichtung der nichtasiatischen Emerging Markets**. Wenn der erste Zinsschritt der Fed naht, werden Mittelabflüsse hier wahr- scheinlicher. Die asiatischen Länder schätzen wir aber wei- ter positiv ein, da sie gegen Änderungen der US-Geldpolitik vergleichsweise immun sind.

Risiken

- **Schwächeres Weltwirtschaftswachstum durch Markt- turbulenzen**
- **Wiederaufflammen des Konflikts in der Ost-Ukraine**
- **Instabilität im Nahen Osten, Terroranschläge weltweit**
- **Politische Instabilität in Europa**
 - o **aufgrund von Unabhängigkeitsreferenden**
 - o **aufgrund unterschiedlicher Fiskalpolitik im Euroraum**
- **Deflation im Euroraum, die – schlimmer noch – auf andere Regionen übergreift**
- **Unausgegrenzte Exit-Strategien** der großen Zentral- banken
- **Übergreifen der Ebola-Epidemie auf die Industrielän- der** – eine Epidemie, die die SARS-Epidemie in Asien in den Schatten stellt

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 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.

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.