

Portfoliorisiken senken

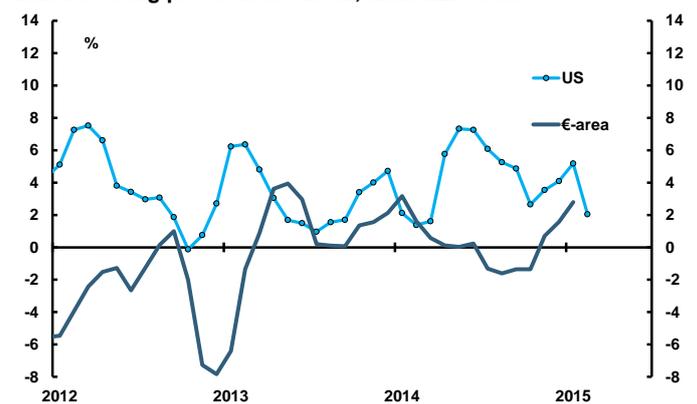
Die Aussicht auf höhere US-Zinsen und Unsicherheiten über Griechenland mahnen zur Vorsicht

Im Überblick

- Änderungen unserer Kurzfristempfehlungen:** Insgesamt sind wir jetzt in allen Assetklassen neutral gewichtet. Bei Aktien untergewichten wir die USA, weil der starke Dollar die Gewinne schmälert und der Markt teuer ist. Auch bei chinesischen (A-)Aktien gehen wir nach ihrer Rallye zu einer Untergewichtung über. Im Euroraum bleiben wir übergewichtet. US-Staatsanleihen reduzieren wir auf neutral, da die Aussicht auf eine Zinswende die Laufzeitprämie steigen lassen dürfte.
- Das Weltwirtschaftswachstum ist intakt. Wegen der Währungsentwicklungen senken wir unsere Wachstumsprognose für die USA von 3,2% auf 2,9% und heben die Prognose für den Euroraum von 1,3 auf 1,5% an. Aufgrund der Euro-Abwertung revidieren wir unsere Inflationsprognose für den Euroraum von -0,7% auf null.
- Die Geldpolitik dürfte weiter uneinheitlich sein. Die Fed wird sich im September sicher genug fühlen, um die Zinsen zu erhöhen. Die Emerging-Market-Zentralbanken, allen voran die Notenbank Chinas, werden die Lockerung ihrer Geldpolitik fortsetzen, und die EZB wird weiter jeden Monat für 60 Mrd. Euro Wertpapiere kaufen.
- Griechenland bleibt ein großes Risiko. Eine Einigung kurz vor dem nächsten Eurogruppen-Treffen am 24. April 2015 ist möglich. Wir können uns auch vorübergehende Kapitalkontrollen wie in Zypern oder einen geordneten Euro-Austritt mit Kapitalkontrollen vorstellen. Beides könnte ungünstig für risikoreiche Anlagen sein.

Abbildung 1
Industrieproduktion: Divergenz

Manufacturing production 3M/3M, annualized rate



Quelle: AXA IM Research

Empfehlungen für die Asset-Allokation

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

▲/▼ Veränderung ggü. dem Vormonat

Quelle: AXA IM Research

Risikoreiche Anlagen haben im März 2015 eine Pause eingelegt. Aktien traten auf der Stelle, während Staatsanleihen kräftig zulegten. Die expansivere Geldpolitik der Fed, die flauere US-Konjunktur und das Quantitative Easing (QE) im Euroraum sorgten beiderseits des Atlantiks für einen Rückgang der Langfristrenditen. Das QE der EZB war aber entscheidend, so dass sich die Renditedifferenz zwischen amerikanischen und deutschen Staatsanleihen zeitweilig auf 190 Basispunkte ausweitete.

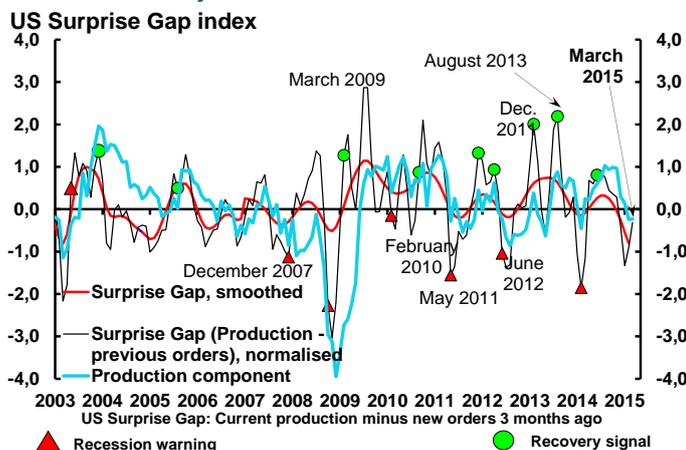
Nachlassendes Wachstum in den USA

Während sich die Konjunktur im Euroraum belebte, ließ sie in den USA nach. Das BIP-Wachstum von 2,2% (saisonbereinigt, annualisiert) im 4. Quartal 2014 wurde bestätigt, doch für das 1. Quartal 2015 lassen schlechtere Umfragedaten nur noch rund 1,5% erwarten. Ein noch schwächeres Wachstum ist denkbar, denn sehr viele Daten für das 1. Quartal sind noch nicht veröffentlicht.

Ein geringeres US-Wachstum würde vor allem vorübergehende Gründe haben: den insbesondere im Nordosten strengen Winter, die Beschaffungsprobleme von Industrie und Einzelhandel aufgrund von Störungen in den Häfen an der Westküste sowie niedrigere Investitionen im Energiesektor nach dem Ölpreisrückgang.

Die Dollarstärke dürfte aber längerfristige Folgen haben. Obwohl die US-Währung nach der März Sitzung des Offenmarktausschusses etwas nachgab, hat sie handelsgewichtet im 1. Quartal 2015 noch immer um rund 8% aufgewertet. Dies dürfte in den kommenden Jahren die Konjunktur dämpfen. In den nächsten Quartalen werden aber der Ölpreisrückgang (der bisher eher zu höheren Ersparnissen führte) und die niedrige Zehnjahresrendite – rund 80 Basispunkte weniger als vor einem Jahr – vermutlich die Konjunktur beflügeln. Wegen des voraussichtlich schwächeren 1. Quartals und der anhaltenden Dollarstärke **senken wir unsere Wachstumsprognosen für 2015 von 3,2 auf 2,9% und für 2016 von 3,1 auf 2,8%.**

Abbildung 2
Stärkere US-Konjunktur



Quellen: Datastream, AXA IM Research

Die „Surprise Gap“ (Abbildung 2) hat sich gut erholt, obwohl der Einkaufsmanager-Gesamtindex von 52,9 auf 51,5 fiel.

Die **Zinsentwicklung in den USA steht nach wie vor im Mittelpunkt.** In seiner März Sitzung entschied der Offenmarktausschuss, sich jetzt ausschließlich an den Wirtschaftszahlen zu orientieren, was Zinserhöhungen ab Juni bedeuten könnte. Allerdings senkte er seine Konjunkturprognose, teilweise wegen der Dollaraufwertung. Die Fed will hinreichend sicher sein, dass die Inflation in den nächsten Jahren anzieht, bevor sie ihre Geldpolitik strafft. Wir halten eine höhere Teuerung bis Juni für unwahrscheinlich, auch wenn dem Protokoll der März Sitzung zufolge mehrere Teilnehmer von einer Straffung im Juni ausgingen. Wir erwarten aber, dass Anzeichen für mehr Lohnwachstum die Fed spätestens im September zu einer Zinserhöhung bewegen werden. Das könnte angesichts der Kluft zwischen den Erwartungen von Notenbank und Markt heftige Marktreaktionen auslösen. Daher dürfte die Fed vorsichtig sein und bei jeder übermäßigen Verschärfung der Finanzierungsbedingungen die Zinserhöhungen unterbrechen.

Das britische BIP-Wachstum im Jahr 2014 ist kürzlich von 2,6 auf 2,8% revidiert worden, was eher unseren Erwartungen vom letzten Jahr entspricht. Im 1. Quartal dürfte sich das Wachstum leicht auf 0,5% verlangsamt haben. Im weiteren Jahresverlauf erwarten wir eine Beschleunigung infolge des kräftigen Anstiegs der realen Haushaltseinkommen. Ihnen kommt zugute, dass die Inflation durch den Ölpreisrückgang im Februar auf null gefallen ist. **Wir prognostizieren für 2015 2,6% und für 2016 2,7% Wachstum.** Die Aussichten hängen aber von den Unterhauswahlen am 7. Mai ab. Ihr Ausgang ist äußerst ungewiss und könnte angesichts der sehr unterschiedlichen wirtschaftspolitischen Programme die Prognosen erheblich verändern.

Der Geldpolitische Ausschuss der Bank of England wartet bislang ab. Die niedrige Inflation veranlasste ein Mitglied zu Spekulationen über eine weitere Lockerung. Wir glauben, dass der nächste Zinsschritt eine Erhöhung sein wird, die aber wegen der niedrigen Inflation auf Anfang 2016 verschoben werden könnte.

Euroraum: Der Zauber des Quantitative Easing

Der März 2015 wird als der Monat in Erinnerung bleiben, in dem die EZB ihr (PSPP) genanntes *Public Sector Purchase Programme* Quantitative Easing begonnen hat. Innerhalb eines Monats hat die Notenbank wie geplant für 52,5 Milliarden Euro Wertpapiere gekauft. **Das Programm wirkt wie gewünscht: Die Zinsen fallen, die Aktienkurse steigen, der Euro verliert an Wert und die Inflationserwartungen ziehen an.** Unserer Einschätzung nach wird das Programm lange genug laufen, um die Zinsen in den nächsten 24 Monaten extrem niedrig zu halten. Die Inflationsprognose der EZB von 1,8% im Jahr 2017 erscheint ambitioniert. Daher könnte das Programm über den September 2016 (der vorgesehene Endtermin) hinaus verlängert werden.

Zufällig fiel der Start der Wertpapierkäufe mit einer Konjunkturbelebung zusammen. Die starke Euro-Abwertung und die erhebliche Lockerung der Finanzierungsbedingungen ließen Gewinne und Kreditnachfrage der Unternehmen steigen. Zudem stützten die negative Inflation sowie die Fortschritte am Arbeitsmarkt die Haushaltsausgaben.

Wegen der aktuellen Dynamik und unserer korrigierten EUR/USD-Prognosen **revidieren wir unsere Wachstums-**

prognosen für den Euroraum nach oben. Wir erwarten jetzt sowohl 2015 als auch 2016 1,5% BIP-Wachstum.

Deutschland, Spanien und die Niederlande dürften Frankreich und Italien weit hinter sich lassen. Italien sollten die Anleger aber im Auge behalten. Eine Wende in Italien könnte das Konjunkturereignis des Jahres 2015 werden. Die Arbeitsmarktreformen zahlen sich allmählich aus, und die „Popolari“-Reform könnte die Finanzlandschaft verändern. Der kranke Mann Europas sieht Licht am Ende des Tunnels.

Griechenland: Eine unendliche Geschichte geht zu Ende

von Eric Chaney

Jede Woche erscheinen die Verhandlungen zwischen Griechenland und seinen internationalen Gläubigern wie eine neue Episode einer unendlichen Geschichte. Die Griechen haben das von den Kreditgebern abgelehnte Reformprogramm nur marginal modifiziert – und die Kreditgeber, die jetzt nicht mehr so genannte Troika aus Euroraum-Ländern, IWF und EZB, fordern weiter ein ähnlich tiefgreifendes und glaubwürdiges Reformprogramm wie das, was im Gegenzug für die Auszahlung der letzten Tranche des zweiten Hilfsprogramms bereits vereinbart worden war. Jede Woche versuchen die Analysten, die Kassenlage Griechenlands abzuschätzen, und jede Woche sehen sie das Land kurz vor der Zahlungsunfähigkeit – bei Beamtenegehältern und Renten zum Beispiel. Doch bisher hat sich die Regierung über Wasser gehalten, indem sie etwa die Kassen von Sozialversicherungen und Kommunen plünderte. Mit solchen Tricks zahlte sie die am 9. April 2015 fälligen 448 Millionen Euro an den IWF zurück. So könnte Griechenland noch bis zum nächsten regulären Treffen der Eurogruppe am 24. April 2015 in Riga durchhalten, aber kaum länger. Je zäher die Verhandlungen verlaufen, umso länger werden sie dauern und umso eher werden die Griechen aus Angst vor Auszahlungsbeschränkungen ihre Bankkonten leerräumen. Noch kritischer als die Zahlungsfähigkeit des Staates ist die der griechischen Banken. Wenn der schleichende Run auf sie anhält, werden sie insolvent. Dann müsste die EZB ihre gesamte Liquiditätshilfe einstellen – die bereits auf fast 100 Milliarden Euro angewachsen ist.

Zurzeit ist die Position der griechischen Regierung schwer zu durchschauen. Gibt ihr die neu gewählte Nationalversammlung genügend Rückendeckung bei sensiblen Themen wie dem Verzicht auf Tarifverträge, der Erweiterung des Privatisierungsprogramms oder der Einstellung der Zahlung von Zusatzrenten durch bereits bankrotte Sozialversicherungskassen? Die Zeit – ein knappes Gut – wird es zeigen. Wir halten weiter drei Szenarien für möglich:

Das Wunschscenario: Man verhandelt ernsthaft. Die griechische Regierung verpflichtet sich zu Strukturreformen und revidiert ihr Primärüberschussziel. Die Überprüfung Griechenlands fällt positiv aus, die letzte Tranche des Hilfsprogramms wird ausgezahlt (ebenso wie die Zinsen der Anleihen, die die EZB 2010 gekauft hat). Am Ende wird der Nettobarwert der griechischen Schulden herabgesetzt.

Das Krisenszenario: Der Run auf die griechischen Banken beschleunigt sich, weil zunehmend mit einem negativen Ergebnis der Überprüfung Griechenlands gerechnet wird. Die Regierung beschränkt den Kapitalverkehr und die wöchentlichen Kontoabhebungen, wie Zypern 2013. Nach einer schweren Rezession (und möglicherweise Neuwahlen) kehrt die Regierung an den Verhandlungstisch und damit zum Wunschscenario zurück.

Das Austrittsszenario: Es beginnt wie das Krisenszenario, doch die Regierung kehrt (möglicherweise nach Neuwahlen) zu ihrer ursprünglichen Position zurück. Unter dem Druck von Kapitalabflüssen und Bankeninsolvenzen führt sie eine neue Währung ein, die mit Parität zum Euro emittiert wird, aber dann massiv abwertet. Die Kosten für den Euroraum sind erheblich (150 bis 200 Milliarden Euro), doch Griechenland bleibt in der EU, profitiert von der Währungsabwertung und schafft die Wende. Zu beachten ist, dass die Kapitalkontrollen es Griechenland ermöglichen, ohne Zeitdruck und damit geordnet aus dem Euroraum auszutreten. Die Alternative zu diesem geordneten Austritt wäre ein noch übleres Szenario, in dem Griechenland im politischen Chaos versinkt und aus der EU austritt. Wir halten das für sehr unwahrscheinlich.

Emerging Markets: Immer schwächer

Das Konjunktur der Emerging Markets bleibt schwach; vor allem in Russland und Brasilien. Der Einbruch der Industrieproduktion im Januar und Februar deutet darauf hin, dass diese beiden Schwergewichte Anfang 2015 in die Rezession gefallen sind.

Einzelhandelsumsätze und Industrieproduktion litten überall darunter, dass der ölpreisbedingte Inflationsrückgang die Realzinsen steigen ließ und dies die Investitionen belastete. Dadurch ist das Konjunkturgefälle zwischen Industrieländern und Emerging Markets noch größer geworden. Den letzten Einkaufsmanagerindizes zufolge hat die Konjunktur selbst in den asiatischen Emerging Markets nachgegeben. Die chinesische Wirtschaft gibt immer mehr Anlass zur Sorge. Die regelmäßig erhobenen Frühindikatoren sind nach wie vor schwach, so dass die Hypothekenbedingungen weiter gelockert werden. Gleichzeitig setzt die chinesische Regierung weiter auf Strukturreformen. So leitete sie vor kurzem mit Vorschlägen für ein Einlagensicherungssystem eine umfassendere Finanzmarktregulierung ein.

Der rapide Inflationsrückgang verschafft den asiatischen Zentralbanken Zinssenkungsspielraum. In einigen Ländern (z.B. Singapur, Thailand) ist durch die billigeren Rohstoffe die Jahreststeuerung bereits negativ.

Unserer Einschätzung nach werden die Emerging-Market-Länder an ihrer expansiven Geldpolitik festhalten, da die Inflation aufgrund der schwächeren Konjunktur, der niedrigeren Rohstoffpreise und der vorübergehenden Währungsstabilisierung eher ab- als zunehmen dürfte.

Die Lockerung der Finanzierungsbedingungen dürfte die kurzfristigen Wachstumsaussichten verbessern. Wir erwarten nach wie vor, dass sich das BIP-Wachstum in China 2015 bei 7,1% stabilisiert.

Anlagestrategie: Kurzfristiger Risikoabbau

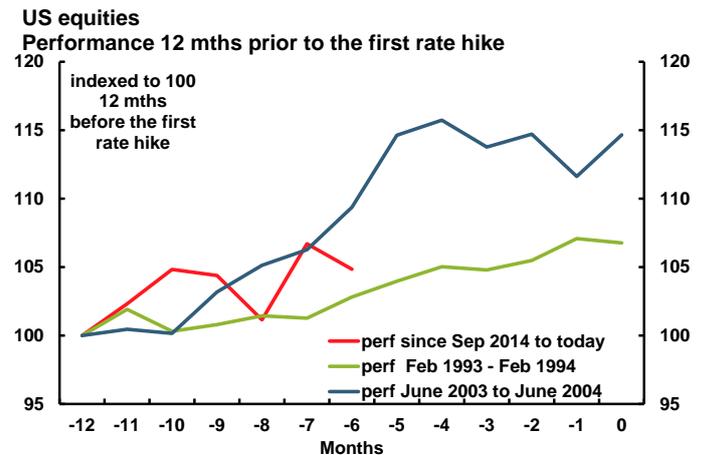
Ohne die reichliche Liquidität würde das enttäuschende Wachstum außerhalb des Euroraums den Anlegern sicherlich mehr Sorgen bereiten. Doch in den letzten Jahren hat sich die Wirtschaft schon öfter nach einem schwachen 1. Quartal wieder erholt.

Sollten wir also die Konjunkturschwäche ignorieren und auf eine Besserung hoffen? Wir würden das bejahen. Ein Risiko ist allerdings nicht zu übersehen: die Zinswende der Fed.

Wie erwähnt rechnen wir spätestens im September mit einer Straffung der US-Geldpolitik – trotz der beschwichtigenden Worte der Fed-Vorsitzenden Yellen auf ihrer Pressekonferenz und bei weiteren Auftritten.¹

¹ Vgl. Yellen, J., „Normalizing Monetary Policy: Prospects and Perspectives“, Federal Reserve Bank of San Francisco, San Francisco, März 2015

Abbildung 3
Erste Zinserhöhung meist gut für US-Aktien



Quellen: Datastream & AXA IM Research

Beginnende Zinserhöhungen der Fed sind insgesamt eine gute Nachricht, weil sie eine bessere Konjunktur signalisieren. Kurzfristig, d.h. in den nächsten drei bis sechs Monaten, könnte die Zinswende aber zu mehr Volatilität führen.

Der aktuelle geldpolitische Zyklus ist mit vergangenen Zyklen in vielerlei Hinsicht nicht vergleichbar. Es gibt nur zwei Phasen in den letzten 50 Jahren, in denen die US-Leitzinsen mehr als ein Jahr nicht geändert und danach erhöht wurden: 1994 und 2004. In beiden Fällen entwickelten sich Aktien in den zwölf Monaten vor der ersten Zinserhöhung gut oder sehr gut. (Abbildung 4).

Abbildung 4
US-Aktien:

Erste Zinserhöhung (t)	Aktienentwicklung in den zwölf Monaten zuvor		
	Performance	KGV	Gewinnveränderung
Februar 1994	+6,8%	±23x	>15%
Juni 2004	+14,7%	±21x	>30%
Sept. 2015 (Prognose)	+ 4,8%	±19x	-5%

Quellen: Datastream, AXA IM Research

Seit September 2014 hat der US-Aktienmarkt rund 5% zugelegt. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis ist in allen drei Beispielen mehr oder weniger gleich (um 20). **Der große Unterschied liegt in der Gewinndynamik.** Nach den zwei Rezessionen lag das Gewinnwachstum im zweistelligen Bereich und nahm weiter zu. Heute dagegen ist es kaum positiv, und das Risiko, dass die bevorstehende Berichtssaison zum 1. Quartal weitere Enttäuschungen bringt, steigt von Tag zu Tag.

Wir sehen dieses Umfeld mit wachsender Sorge. Deshalb **empfehlen wir, US-Aktien kurzfristig unterzugewichten und die gesamte Aktiengewichtung auf neutral zu senken.**

Längerfristig bleiben Aktien unsere bevorzugte Assetklasse, denn wir rechnen nach wie mit vier Dingen: (1) Die Fed wird die Zinsen äußerst vorsichtig erhöhen und bei jedem Anzeichen einer Konjunkturschwäche eine Pause einlegen. (2) In der übrigen Welt steht nach wie vor mehr als genug Liquidität zur Verfügung, nicht nur im Euroraum, sondern auch in Japan und den Emerging Markets (außer Brasilien). (3) Die – wenn auch flau – Konjunktur zieht weltweit weiter an. (4) Die Fusions- und Übernahmetätigkeit ist wieder in Gang gekommen und dürfte angesichts gefüllter Unternehmenskassen anhalten.

Anleihen: US-Staatsanleihen auf neutral reduzieren – trotz expansiver Fed-Politik

Industrielländer-Staatsanleihen legten im letzten Monat kräftig zu. Bei Redaktionsschluss lag die amerikanische Zehnjahresrendite bei rund 1,9%. Nach dem Beginn des QE der EZB fielen die Bundesanleiherenditen auf 0,16%.

Wie allgemein erwartet strich die Fed das Wort „geduldig“ aus ihrem Kommuniké. Wichtiger war aber, dass die sogenannten „Dots“, d.h. die Leitzinsprognosen der FOMC-Mitglieder, auf eine oder zwei Zinserhöhungen weniger in den nächsten Jahren hindeuteten. Die Folge war ein starker Rückgang der Langfristrenditen, im Zuge dessen die Laufzeitprämie von rund 150 Basispunkten vor der Sitzung auf rund 135 Basispunkte bei Redaktionsschluss fiel. Außerdem deutete Frau Yellen in einer ihrer jüngsten Reden erneut einen langsamen Zinserhöhungsrhythmus an. All dies bedeutet unserer Meinung nach, dass die amerikanischen Langfristrenditen niedrig bleiben werden – wir rechnen kurzfristig mit einer Bandbreite von 1,7 bis 2,2%. Bei den aktuellen Renditeniveaus erscheinen uns die kurzfristigen Risiko-Ertrags-Profile langfristiger Staatsanleihen ziemlich ausgegogen. **Wir schlagen daher vor, die Mitte Februar eröffnete Übergewichtung langfristiger Staatsanleihen aufzuheben und sowohl in den USA als auch insgesamt zu einer neutralen Gewichtung zurückzukehren.**

An Ostern ging der erste Monat der EZB-Wertpapierkäufe mit den erwünschten Wirkungen auf die Anleihemärkte zu Ende: Fast überall fielen die Renditen. In den Kern- und „Semi-„Kernländern wurden die 3-5-Jahres-Renditen sogar negativ. Der Renditerückgang ging mit einer ausgeprägten Verflachung der Zinsstrukturkurven einher. Die einzige kleine Enttäuschung war, dass sich die Peripherieländerspreads noch nicht so stark verengten wie erwartet. Wir führen diese Verzögerung darauf zurück, dass der QE-Beginn mit umfangreichen Emissionen von Peripherieländeranleihen zusammenfiel. Dieser technische Faktor dürfte in den nächsten Monaten in den Hintergrund treten und dem nach wie vor gewaltigen Renditestreben Platz machen, so dass die Spreads deutlich unter 100 Basispunkte fallen könnten. Zudem hat die EZB bestätigt, dass sie die Geldpolitik bis mindestens September 2016 „auf Autopilot gestellt“ hat.

All dies stützt unsere Einschätzung, dass die Langfristrenditen im Euroraum – sowohl in den Kernländern als auch in der Peripherie – weiter fallen können. **In Staatsanleihen von Kern- und Peripherieländern des Euroraums bleiben wir daher Übergewichtet.**

Die Unternehmensanleihe-Spreads weiteten sich im März aus, hauptsächlich aufgrund des riesigen Angebots beiderseits des Atlantiks (vor allem Euro-Anleihen nicht europäischer Emittenten).

Dennoch brachen die Gesamterträge dank des Rückgangs der Staatsanleiherenditen nicht ein. Unternehmensanleihen entwickelten sich daher nach einem ähnlichen Muster wie im Januar: Eine längere Duration brachte mehr Ertrag als ein höheres Beta. Im gesamten 1. Quartal entwickelten sich High-Yield-Anleihen wesentlich besser als Investmentgrade-Anleihen, und Sterling-denominierte Anleihen ließen Dollar- und Euro-denominierte Titel deutlich hinter sich – in beiden Fällen wegen der längeren Duration.

Neben dem umfangreichen Angebot ist die (teilweise dafür verantwortliche) Fusions- und Übernahmetätigkeit der zweite dominierende Marktfaktor. Sie nimmt in Europa stetig zu. Trotzdem wirkt sie sich nur begrenzt auf die Spreads aus, da die Kurse im Rahmen bleiben.

Insgesamt erwarten wir in nächster Zeit bessere Marktbedingungen für Unternehmensanleihen, insbesondere für Euro-Anleihen. Während der Berichtssaison dürfte wie üblich das Angebot zurückgehen (aufgrund von Karenzzeiten), und der Liquiditätszustrom durch das Quantitative Easing dürfte die Risikobereitschaft und das Renditestreben verstärken.

Aktien: Wall Street untergewichten

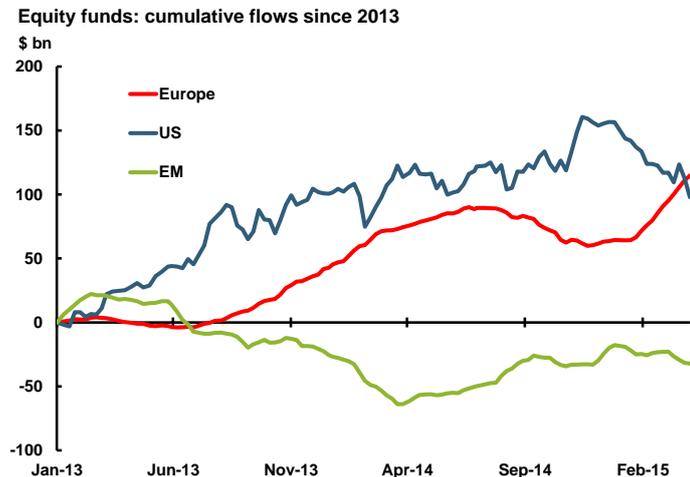
Der amerikanische Aktienmarkt macht uns zunehmend Sorgen. Er ist im internationalen Vergleich hoch bewertet, die Gewinne je Aktie liegen um 15% über dem Trend und die Gewinnmargen sind unter Druck aufgrund (1) des starken Dollar, (2) der Normalisierung der Geldpolitik und (3) der steigenden Lohnstückkosten. Daher erwarten wir in den kommenden Quartalen stagnierende Gewinne.

Obwohl wir uns von Fusionen und Übernahmen Unterstützung versprechen, haben wir gewisse Zweifel, dass sie amerikanischen Aktien zu deutlichen Wertzuwächsen verhelfen können. Gewinnenttäuschungen könnten die Marktentwicklung dämpfen und leichte Korrekturen auslösen. **Wir empfehlen daher, auf dem amerikanischen Aktienmarkt zu einer Untergewichtung überzugehen.**

Das Quantitative Easing der EZB wird Euroraum-Aktien weiter stützen. Erstens treiben die extrem niedrigen Langfristrenditen die Anleger von Anleihen in Aktien, so dass dieser Assetklasse erhebliche Mittel zufließen. Zweitens hellt das QE – wie das OMT-Programm 2012 – die Marktstimmung auf, wodurch die Aktienrisikoprämie sinkt. Drittens dürfte der schwächere Euro – der bis Jahresende die Parität zum Dollar erreichen dürfte – 2015 die Gewinne je Aktie ceteris paribus

um 4% steigen lassen. Viertens werden die niedrigeren Schulden und Zinssätze wohl den Schuldendienst erleichtern und den Unternehmen höhere Margen bescheren. Euroraum-Aktien haben sich zu Anlegerfavoriten entwickelt (Abbildung 5).

Abbildung 5
Europäische Aktien profitieren von hohen Mittelzuflüssen



Wir beurteilen den britischen Markt, dessen Aussichten aufgrund der Wahlen im Mai äußerst unsicher sind, **weiter negativ**.

Japan gehört nach wie zu unseren Favoriten. Die Unternehmen profitieren immer noch vom Gewinnschub durch die Yen-Abwertung. Sie haben ihre Margen wiederhergestellt und gewinnen Marktanteile hinzu, was ihrem Umsatzwachstum zugutekommt. Wir rechnen Mitte des Jahres, wenn die Ergebnisse der Tarifverhandlungen genauer bekannt sind, mit weiteren Maßnahmen der Bank of Japan. Sowohl staatliche Pensionsfonds als auch viele institutionelle Anleger schichten von japanischen Staatsanleihen in risikoreichere Anlagen wie japanische Aktien um. Dieser Trend dürfte anhalten.

Die asiatischen Emerging Markets (übergewichtet) werden sich verglichen mit anderen Emerging Markets (untergewichtet) vermutlich weiter erfreulich entwickeln. Ihre gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten sind noch immer gut, und die Geldpolitik bietet zunehmend Unterstützung, insbesondere in China. Gegenüber chinesischen Aktien ist jedoch nach ihrer herausragenden Performance im letzten Jahr Vorsicht geboten. Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 20 oder darüber sind A-Aktien inzwischen einfach teuer. Eine Korrektur böte eine willkommene Verschnaufpause.

Risiken

- **Auswirkungen der Marktvolatilität auf die Realwirtschaft**, so dass sich die Wachstumsaussichten verschlechtern
- **Terroranschläge; Instabilität im Nahen Osten**
- **Politische Instabilität in Europa**
 - o Austritt Griechenlands aus der Europäischen Union
 - o **Unabhängigkeitsreferenden**
 - o **Auseinanderentwicklung der Staatsfinanzen im Euroraum**
- **Anhaltende Deflation im Euroraum**, oder, noch schlimmer, ein Übergreifen auf andere Regionen
- **Schlecht geplante Exit-Strategien** der wichtigen Zentralbanken

AXA IM Research gibt es auch online: 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.