

Konsum und Liquidität geben Auftrieb

Anhaltendes Wachstum über dem Trend spricht weiter für risikoreiche Anlagen

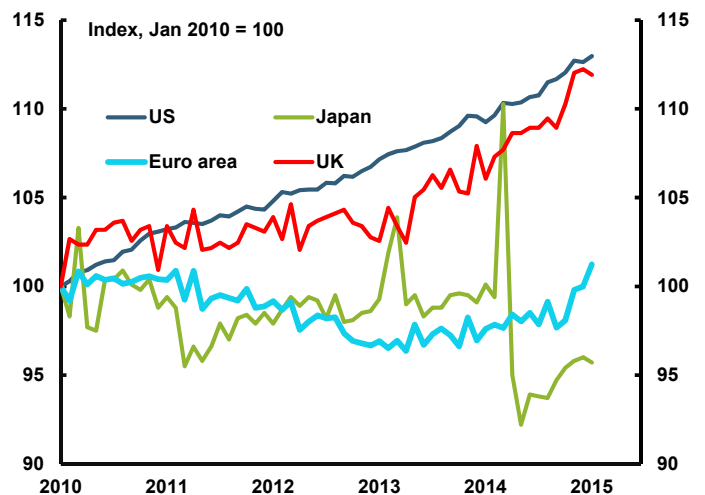
Im Überblick

- Asset-Allokation:** Wir bevorzugen weiter risikoreiche Aktien und Anleihen. Die Liquidität bleibt eine starke Stütze und die aktuelle Konjunkturschwäche dürfte vorübergehen. Wir sehen Euro-Raum-Anleihen kurzfristig weiter positiv und empfehlen, inflationsindexierte US-Anleihen aufzustocken. Bei Schweizer Aktien gehen wir nach ihrer jüngsten Rallye wieder zu einer Untergewichtung über.
- Wir bestätigen unsere Wachstumsprognose von etwa 3,7% für die Weltwirtschaft 2015. Die Konsumbelebung durch billiges Öl und mehr Beschäftigung wird die Investitionsschwäche vom Jahresanfang wettmachen.
- Die Geldpolitik bleibt in den Industrie- und Emerging-Market-Ländern sehr expansiv. Die EZB hat ihr Wertpapierkaufprogramm gestartet, die BoJ dürfte im Laufe des Jahres die Liquidität erhöhen, und die Emerging-Market-Notenbanken neigen zu weiteren Lockerungen. Für Ausgleich sorgen die Fed, deren erste Zinserhöhung wir Ende 2015 erwarten, und die BoE.
- Mit der Verlängerung des Hilfsprogramms für Griechenland um vier Monate hat man in erster Linie Zeit gewonnen. Die kurz- und längerfristige Staatsfinanzierung bleibt schwierig. Der „Grexit“ ist weniger wahrscheinlich geworden, aber immer noch denkbar.

Abbildung 1

Der Konsum zieht an

Retail sales across advanced economies



Quellen: Datastream und AXA IM Research

Empfehlungen für die Asset-Allokation: (unverändert)

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

Quelle: AXA IM Research

Risikoreiche Anlagen waren im Februar die Gewinner. Internationale Aktien legten fast 5% zu, mit Euroraum-Aktien an der Spitze (über 7% Plus). Die Renditen amerikanischer Staatsanleihen zogen kräftig auf zwischenzeitlich 2,15% an und lagen Ende des Monats bei 2%. Diese Marktentwicklungen waren in erster Linie darauf zurückzuführen, dass die internationalen Notenbanken ihre extrem expansive Geldpolitik fortsetzten und die Eurogruppe die griechischen Reformvorschläge für ausreichend befand, um das Hilfsprogramm für Griechenland um vier Monate zu verlängern.

Billiges Öl stärkt den Konsum

Die Ölpreise schwankten stark. Der Preis für ein Barrel Brent fiel zunächst auf unter 50 US-Dollar und erholte sich dann auf rund 60 US-Dollar. Innerhalb dieser Handelsspanne dürfte sich der Ölpreis weiter bewegen. Seine Erholung halten wir für normal, da Leerverkaufspositionen glattgestellt wurden, nachdem sie Ende Januar/Anfang Februar einen Höchststand erreicht hatten. In den USA sind die Lagerbestände deutlich höher als saisonal üblich, was weiter auf die Preise drücken wird. Außerdem hat der wichtigste Ölförderer, Saudi-Arabien, deutlich gemacht, dass er Verluste von Marktanteilen infolge höherer Preise nicht hinnehmen werde.

Die Wachstumserwartungen sind immer noch bescheiden, dürften aber bald steigen, da die Disinflation die Kaufkraft der Verbraucher weltweit erheblich stärkt. Das amerikanische Verbrauchervertrauen blieb im Februar hoch (96,4 nach 103,8), und in Deutschland und Japan stiegen die Einzelhandelsumsätze im Dreimonatsvergleich um fast 11% bzw. 8%.

Wie wir im Februar ausgeführt haben, dürfte das billige Öl zunächst zu geringeren Investitionen führen, da es Energieunternehmen sofort belastet, anderen Unternehmen aber erst nach und nach zugutekommt.

Insgesamt erwarten wir weiterhin ein Weltwirtschaftswachstum von etwa 3,7%.

Griechenland: ein Zeichen guten Willens

Im vergangenen Monat waren die Verhandlungen zwischen der neuen, Syriza-geführten Regierung Griechenlands und den Gläubigerinstitutionen das wichtigste Thema in Europa.

Ende Februar schickte die griechische Regierung den Mitgliedern der Eurogruppe einen Brief, in dem sie ihre Strukturreformpläne erläuterte. Die Eurogruppe und die an der Griechenland-Rettung beteiligten Institutionen prüften das Schreiben und betrachteten die Maßnahmenliste als „umfassend genug, um als tragfähiger Ausgangspunkt für einen erfolgreichen Abschluss der Überprüfung zu dienen“.

Die Fronten zwischen Griechenland und seinen Partnern scheinen aufzuweichen. Die Verhandlungen gehen jedoch weiter, bis Griechenland vollständig überprüft worden ist (Ende April). Alle Mitgliedsländer des Euroraums werden die

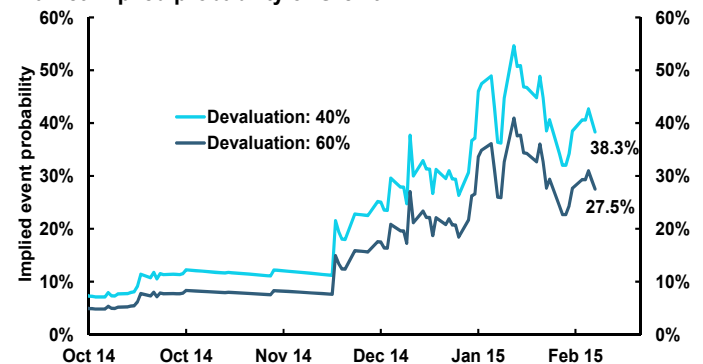
Vereinbarung prüfen. Letzten Endes wird das Hilfsprogramm bis Ende Juni verlängert werden.

Das wird nicht das Ende der Griechenland-Saga sein. Die Staatsfinanzierung wird schwierig bleiben, bis die letzte Tranche des Hilfsprogramms sowie die Zinsen der von der EZB gehaltenen Anleihen an die griechische Staatskasse ausgezahlt sind. Selbst danach wird Griechenland Mühe haben, die zur Erfüllung seiner Verpflichtungen erforderlichen Steuereinnahmen zu generieren, denn die politische Unsicherheit seit Dezember hat der Wirtschaft geschadet. Der „Grexit“ ist zwar seit Januar wesentlich unwahrscheinlicher (Abbildung 2), aber immer noch nicht ausgeschlossen.

Abbildung 2

„Grexit“: deutlich unwahrscheinlicher, aber möglich

Market implied probability of Grexit



Quellen: Bloomberg und AXA IM Research

New York fröstelt, aber erkältet sich nicht

In den USA haben die kurzfristigen Konjunkturindikatoren Anfang 2015 nachgegeben. Die „Surprise Gap“ schrumpfte so stark wie seit Anfang 2014 nicht mehr, als die Wirtschaftsleistung wetterbedingt einbrach. Auch dieses Mal ist das Wetter im Spiel. Doch nur im Nordosten der USA schneite es so stark wie letztes Jahr. Die Temperaturen waren höher als im Vorjahr, und im Westen der USA war es für die Jahreszeit relativ warm. Daher halten wir die aktuelle Schwächephase für vorübergehend.

Auch wenn Umfragen in letzter Zeit kein verlässliches Konjunkturbarometer waren, ist der zurzeit starke Rückgang noch mit der Wachstumsrate von Mitte 2014 (5%) vereinbar. Die aktuelle Dynamik deutet allerdings darauf hin, dass das BIP-Wachstum im 1. Quartal 2015 eher dem im 4. Quartal 2014 entsprechen wird. Außerdem sind das von der NFIB¹ gemessene Geschäftsklima bei kleinen Unternehmen und das Verbrauchervertrauen weiter gestiegen. Wir prognostizieren für das 1. Quartal ein BIP-Wachstum von 2,1% (saisonbereinigt, annualisiert). Das wäre eine wesentlich bessere Basis für den Rest des Jahres als letztes Jahr.

¹ National Federation of Independent Business

Wir rechnen für die USA weiter mit einem kräftigen Wachstumsschub durch den Ölpreissrückgang. Dieser Schub dürfte sich in den kommenden Quartalen zunehmend entfalten. Allerdings bremst nun der stärkere US-Dollar die amerikanische Wirtschaft, auch wenn diese eine Währungsaufwertung besser verkraftet als stärker exportabhängige Volkswirtschaften. Wir trauen der US-Wirtschaft daher 2015 weiterhin eine Wachstumsbeschleunigung auf 3,2% zu.

Die Fed scheint angesichts der Fortschritte bei Wachstum und Beschäftigung auf ihre erste Leitzinserhöhung zuzusteuern. Bei ihrer jüngsten Anhörung vor dem Kongress hat die Fed-Vorsitzende Yellen die Märkte auf den Verzicht auf „zukunftsgerichtete Hinweise“ („Forward Guidance“) vorbereitet. Damit könnte der Offenmarktausschuss die Fed (der FOMC) in den nächsten Sitzungen in Abhängigkeit von den Konjunkturdaten die Zinsen erhöhen. Wir erwarten eine negative Gesamtinflation und eine weiter rückläufige Kerninflation, was mit Abwärtsrisiken für die mittelfristigen Inflationsaussichten verbunden ist. Die Fed dürfte daher ihre erste Zinserhöhung auf September verschieben und danach die Zinsen weiter anheben, aber langsamer als in früheren Erhöhungszyklen.

Euroraum: erste Blüten im Februar

Die Wirtschaft des Euroraums hat im Schlussquartal 2014 mit einem BIP-Wachstum von 0,3% (zum Vorquartal) ihren leichten Aufwärtstrend fortgesetzt. Nicht überraschend war das vor allem Spanien und Deutschland zu verdanken, wo die Konsumausgaben das zweite Quartal in Folge kräftig stiegen (+3%). Den Daten zufolge dürfte der Aufschwung Anfang 2015 anhalten. Das Geschäftsklima verbessert sich aufgrund des billigeren Öls und der Euro-Abwertung, und die negative Inflation sowie die steigende Beschäftigung beleben den Konsum. Bei der Kreditnachfrage gibt es positive Signale, die für das Wachstum 2015 ebenfalls Gutes verheißen. Wir bleiben vorerst bei unserer Wachstumsprognose von 1,3%, halten diese Schätzung allerdings für vorsichtig.

Die Preisentwicklung ist nach wie vor problematisch, auch wenn die Stabilisierung der Ölpreise in den letzten Wochen letztlich für Inflation sorgen könnte. Im Januar erreichte die jährliche Verbraucherpreis-inflation mit -0,6% einen neuen Tiefststand. Wenn die Rohstoffpreise nicht kräftig steigen, dürfte die Inflation bis Ende 2015 negativ bleiben.

In ihrer (ziemlich ereignisarmen) Februarsitzung bestätigte die EZB, am 9. März mit ihrem erweiterten Programm zum Ankauf von Vermögenswerten zu beginnen. Die Inflationsentwicklung schätzt die EZB nun optimistisch ein. Sie erwartet einen Anstieg auf 1,8% im Jahr 2017. In diesem Fall könnte die EZB ihr Quantitative Easing (QE) im September 2016 beenden.

Die britische Wirtschaft belebte sich etwas, nachdem sie im 4. Quartal 2014 mit +0,5% das schwächste vierteljährliche

BIP-Wachstum des Jahres verzeichnet hatte. Der Einkaufsmanagerindex und die Umfrageergebnisse der Confederation of British Industry (CBI) haben sich zuletzt verbessert, wobei die CBI insbesondere eine Exporterholung feststellte. Doch in erster Linie beruhen die positiven Aussichten der britischen Wirtschaft auf der starken Binnennachfrage. So verbuchten die Einzelhandelsumsätze ihr stärkstes Quartalswachstum seit 2001, was die Flaute am Wohnimmobilienmarkt leicht wettmachte. Wir erwarten, dass steigende Realeinkommen dieses und nächstes Jahr ein BIP-Wachstum von je 2,7% ermöglichen. Mitglieder des Geldpolitischen Ausschusses der Bank of England (BoE) haben signalisiert, dass der nächste Zinsschritt nach oben gerichtet sein könnte. Doch angesichts der niedrigen Inflation – sie dürfte in den nächsten Monaten ihren Tiefststand bei nahe null erreichen – hüten sich die Währungshüter vor einer zu frühen Zinserhöhung. Wir erwarten die erste Zinserhöhung der BoE im Februar 2016.

Kurzfristig könnte die mit den allgemeinen Wahlen im Mai verbundene Unsicherheit Großbritannien belasten und das britische Pfund unter Druck setzen.

Japan: Investitionsflaute

Die japanische Wirtschaft hat Ende 2014 erneut enttäuscht. Das BIP-Wachstum blieb mit +2,2% p.a. unter den Erwartungen. Die Unternehmen halten sich mit der Reinvestition ihrer Währungsgewinne (infolge der Yenschwäche) zurück, so dass die Unternehmensinvestitionen nahezu stagnieren. Der Exportwirtschaft geht es besser, da die Auslandsnachfrage gestiegen ist und industrielle Aktivitäten nach Japan zurückverlagert werden. Außerdem kommen der Inflationsrückgang und Lohnerhöhungen dem schwachen Konsum zugute.

Die Bank of Japan (BoJ) hat ihre Rhetorik nach dem Ölpreisverfall und dem daraus resultierenden Druck auf die Verbraucherpreise nicht wesentlich geändert. Gouverneur Kuroda räumte lediglich ein, dass das 2%-Inflationsziel später als bisher erwartet erreicht werde. Wir erwarten keine weitere Lockerung der Geldpolitik vor Mitte des Jahres, wenn die Lohnabschlüsse bekannt sind.

Emerging Markets: Konjunkturschwäche

Zahlreiche Emerging-Market-Länder stecken in einer Konjunkturflaute. In Russland haben schwache Einzelhandelsumsätze und die deutlich rückläufige Industrieproduktion zum Jahreswechsel sicherlich einen Konjunkturabschwung bewirkt. In Brasilien gingen im Dezember sowohl die Einzelhandelsumsätze als auch die Industrieproduktion auf Tal-fahrt. Die Regierung zieht immer noch eine Energierationierung in Betracht, die eine Rezession auslösen könnte. China schwächelt nach wie vor. Schuld daran ist die unsichere Auslandsnachfrage, die sich auch im Einkaufsmanagerindex vom Februar widerspiegelt. Er zog zwar insgesamt leicht an,

weil vor dem chinesischen Neujahrsfest die Inlandsnachfrage stieg. Aber die Exportauftragseingänge sind zurückgegangen.

Die niedrigen Ölpreise und die infolgedessen niedrigeren Inflationserwartungen werden sicherlich eine Lockerung der Geldpolitik zur Folge haben. Das zeigen die jüngsten Zinssenkungen in der Türkei, Israel, Indonesien, China und Indien, das die Zinsen Anfang März um weitere 25 Basispunkte senkte.

Die bevorstehende Straffung der amerikanischen Geldpolitik und durch Ratingabstufungen erzwungene Verkäufe könnten zu Nettokapitalabflüssen führen. Nach Angaben des Institute of International Finance gingen die ausländischen Portfolioinvestitionen in die Emerging Markets im Februar zurück, waren aber trotz der in den letzten Monaten sehr schwachen Emerging-Market-Währungen nicht negativ.

Anlagestrategie

Unsere optimistische Einschätzung risikoreicher Anlagen stützte sich im Wesentlichen auf die anhaltend expansive Geldpolitik in aller Welt und der Gewinnerholung. Tatsächlich war der Februar ein außergewöhnlich ertragsstarker Monat. Euroraum-Aktien legten kräftig zu (über 7%), und Euroraum-Staatsanleihen lagen trotz des Renditeanstiegs in anderen Regionen ebenfalls im Plus (+1%).

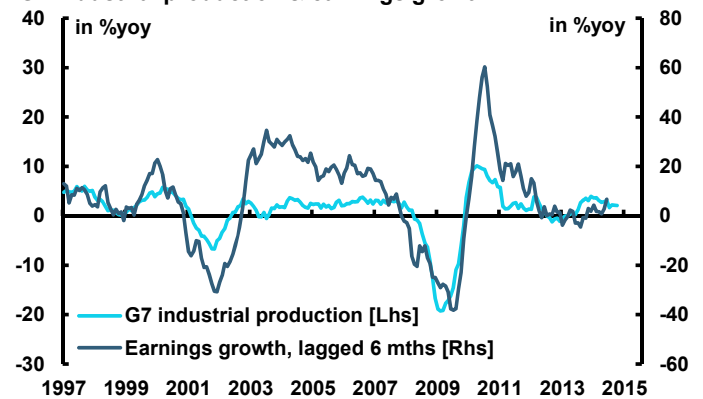
Trotz der bevorstehenden Zinswende in den USA erscheinen uns risikoreiche Anlagen kurzfristig durch die Liquidität gut abgestützt.

Wegen des Ölpreisverfalls wurden die Gewinnprognosen für Energieunternehmen in den letzten sechs Monaten um 50% gekürzt. Dem Rohstoffsektor erging es ähnlich, aber nicht ganz so schlecht: Die niedrigeren Rohstoffpreise zogen in den letzten sechs Monaten Gewinnrevisionen von -15% nach sich. Die Analysten senkten ihre Prognosen für das gesamte Gewinnwachstum in den nächsten 12 Monaten auf 5%, was unserer eigenen Prognose entspricht. Wir glauben, dass die Gewinnrevisionen die Talsohle erreicht haben, und fühlen uns mit den aktuellen Gewinnprognosen wesentlich wohler – sofern die Rohstoffpreise nicht erneut einbrechen.

Gefährdet all das die Gewinnerholung? Wir meinen nein. Unserer Einschätzung nach spiegeln die jüngsten Gewinnentwicklungen die zeitliche Inkongruenz zwischen den positiven und negativen Folgen niedrigerer Energiepreise wider. Die negativen Folgen für den Energiesektor treten fast sofort ein, während sich die positiven Auswirkungen auf die übrige Wirtschaft erst nach und nach entfalten.

Abbildung 3

Das Produktionswachstum stützt die Gewinne G7 industrial production & earnings growth



Quellen: Datastream und AXA IM Research

Unsere bevorzugten Volumenindikatoren weisen weiter auf anhaltendes Gewinnwachstum hin (Abbildung 3). Trotz der Aktienrallye seit Jahresanfang lassen die Stimmungsindikatoren keinerlei „irrationalen Überschwang“ erkennen.

Hauptsächlich wegen der reichlichen Liquidität und der – selbst in den USA – moderaten Lohnstückkosten halten wir an unserer positiven Einschätzung risikoreicher Anlagen und unserer Übergewichtung von Aktien fest, auch wenn sie absolut gesehen teuer sind. Im Vergleich zu Anleihen sind sie keinesfalls überbewertet.

Anleihen: nicht gegen die EZB kämpfen

Unsere Anfang Februar empfohlene lange Duration hatte uneinheitliche Ergebnisse zur Folge. An den meisten großen Anleihenmärkten stiegen die Renditen; langfristiger Euro-Anleihen entzogen sich jedoch diesem Trend und fielen zwischenzeitlich auf neue Allzeittiefs unterhalb von 0,3%.

Letzten Monat schrieben wir, dass **Anleihekäufe von 100 Milliarden Euro die durchschnittliche Zehnjahresrendite im Euroraum um zehn Basispunkte drücken können. Doch das QE ist zu einem erheblichen Teil schon in den Kursen berücksichtigt.** Dennoch erwarteten wir, dass die Bundesanleiherenditen um weitere 15 bis 20 Basispunkte auf vorübergehend 0,1% fallen werden. Das halten wir nach wie vor für realistisch.

Der Erfolg eines Wertpapierkaufprogramms hängt von seinem Umfang ab. Im Rahmen ihres erweiterten Programms zum Ankauf von Wertpapieren erwirbt die EZB Staatsanleihen im Wert von rund 830 Milliarden Euro. Das sind 20% der infrage kommenden Anleihen. Zum Vergleich: Die Fed kaufte rund 25% des ausstehenden Anleihevolumens. Dadurch drückte sie die Rendite auf ein Niveau, das 120 bis 150 Basispunkte oder knapp zwei Standardabweichungen unter der fairen Rendite auf der Basis gesamtwirtschaftlicher Fundamentaldaten lag. Daran kann man sich unseres Erachtens orientieren. Wir schätzen derzeit die faire Anleiher-

endite im Euroraum auf gut 2%, während die synthetische Rendite aktuell bei 0,7% liegt. Die Differenz zwischen fairer und synthetischer Rendite entspricht mehr oder weniger den am Höhepunkt des amerikanischen QE beobachteten 150 Basispunkten und den oben erwähnten zwei Standardabweichungen. Das deutet darauf hin, dass die Anleiherenditen im Euroraum niedrig bleiben.

Wer wird an die EZB verkaufen? Bei Bundesanleiherenditen unterhalb oder in der Nähe der Renditen vergleichbarer Staatsanleihen sind ausländische Investoren natürliche Kandidaten. Sie halten rund 50% der auf Euro lautenden Staatsanleihen. Ihr Streben nach Ertrag/Rendite sowie die Tatsache, dass sie möglicherweise das QE der EZB antizipiert haben, könnte ausländische Banken sowie Investment- und Staatsfonds (sie sind wesentlich flexibler als Notenbanken) zum Verkauf bewegen.

Inländische Langfristanleger, insbesondere jene, die mit ihren Anlagen finanzielle Verpflichtungen abdecken müssen (Versicherungen und Pensionskassen halten rund 20% des Staatsanleihebestands) werden wohl nur sehr ungern verkaufen. Banken (sie halten rund 30% des inländischen Anleihebestands) dürften aufgrund ihrer Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen ebenfalls nicht zum Verkauf neigen.

Haushalte könnten gelegentlich verkaufen und den Erlös in renditestärkere, aber auch risikoreichere Anlagen reinvestieren.

Sofern politische Störungen ausbleiben, dürften renditeorientierte Investoren in längerfristige Papiere und Peripherieländeranleihen umschichten. Daher dürften die Peripherieländerspreads weiter zurückgehen und die Zinsstrukturkurven flacher werden, insbesondere in Ländern, in denen die Zinsstrukturkurve aufgrund von Störungen im geldpolitischen Transmissionsmechanismus steil geblieben ist. Wir bevorzugen daher weiter Staatsanleihen von Peripherieländern.

Der **amerikanische Anleihemarkt befindet sich indes in einer ganz anderen Phase des Zyklus**. Wir wären nicht überrascht, wenn der FOMC in seiner März Sitzung die Forward Guidance streichen und im 2. Halbjahr 2015 die erste Zinserhöhung beschließen würde. Mittelfristig dürfte eine weniger expansive Geldpolitik die Renditen steigen lassen. Wir glauben allerdings, dass die amerikanischen Staatsanleiherenditen aufgrund von Arbitrage nur begrenzt steigen werden. Außerdem dürften mehrere vorübergehende Faktoren den amerikanischen Anleihemarkt stützen: i) das QE der EZB, ii) eine wetterbedingte Konjunkturschwäche und iii) der Hafentarbeiterstreik an der Westküste und seine ungewissen wirtschaftlichen Auswirkungen.

Die Stabilisierung des Ölpreises stützt die Breakeven-Inflation und rückt Bewertungsfragen wieder in den Vordergrund. Wir erwarten zwar keinen starken Inflationsanstieg, doch dürfte die US-Inflation ihren Tiefpunkt erreicht haben.

Wir schlagen daher vor, in den USA wieder auf eine höhere Breakeven-Inflation zu setzen, aber im Euroraum damit abzuwarten.

Wir halten an unserer kurzfristigen Übergewichtung von Staatsanleihen fest, werden diese Empfehlung aber nach der nächsten FOMC-Sitzung überprüfen. **Längerfristig raten wir zu einer vorsichtigeren Haltung gegenüber amerikanischen und britischen Staatsanleihen.**

Die Unternehmensanleihe-Spreads verengten sich im Februar erheblich, allen voran im High-Yield-Segment. Der Anstieg der Staatsanleiherenditen schmälerte natürlich die Gesamterträge. Am stärksten war das bei US-Dollar- oder sterling-denominierten Investmentgrade-Anleihen der Fall. Zum ersten Mal seit sechs Monaten überwog die Duration das Beta.

Angesichts des allgemeinen Konjunkturmehls könnte sich dieser Trend fortsetzen. Diese Einschätzung stützt sich im Wesentlichen auf die folgenden Überlegungen: (i) Das QE der EZB wird im März die Renditejagd verschärfen, (ii) Hochzinsanleihen entwickeln sich normalerweise zu Beginn eines Zinserhöhungszyklus überdurchschnittlich, weil in dieser Phase die positiven Konjunkturreffekte die negativen Zinseffekte überwiegen, (iii) die Ölpreise haben sich stabilisiert und die Deflationssorgen (gut für Langläufer) flauen ab, (iv) die Entspannung in der Griechenland- und Ukraine-Krise macht eine weitere Flucht in „sichere Häfen“ weniger wahrscheinlich.

Aktien

Dank der Einigung zwischen der Eurogruppe und Griechenland auf eine viermonatige Verlängerung des Hilfsprogramms und der Aussicht auf weitere geldpolitische Impulse wurde die politische Unsicherheit am Jahresanfang überwunden. Damit sind die Voraussetzungen für einen weiteren Rückgang der immer noch hohen Aktienrisikoprämie, also eine Höherbewertung der Assetklasse, gegeben. Wir empfehlen daher, Aktien überzugewichten.

Nach einem enttäuschenden Jahresanfang ist der amerikanische Aktienmarkt auf neue Höchststände gestiegen. Das hatte mehrere Ursachen: die Stabilisierung des Dollar, die Erholung der Ölpreise und die zufriedenstellenden Ergebnisse der US-Unternehmen (deren Gewinne je Aktie im Jahresvergleich um 5% zulegten). Das Umfeld für amerikanische Aktien hat sich jedoch nicht grundlegend geändert. Die höheren Arbeitskosten, der stärkere Dollar und die niedrigen Ölpreise begrenzen unseres Erachtens das Aufwärtspotenzial. Daher sind wir gegenüber amerikanischen Aktien vorsichtig.

Trotz der Aufwertung des Yen, der seit Jahresbeginn handelsgewichtet 3% zulegte, ist der japanische Markt der einzige große Aktienmarkt mit positiven Gewinnrevisionen. Höhere Löhne und mehr Beschäftigung lösten im 4. Quartal eine Konsumerholung aus, die das Umsatzwachstum stützt. Auf Basis der Gewinnschätzungen für die nächsten zwölf Monate

sind japanische Aktien mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 14 günstiger bewertet als internationale Aktien (16). Das rechtfertigt eine Übergewichtung Japans.

Der britische Aktienmarkt erscheint auf den ersten Blick günstig bewertet. Er ist jedoch einer der wenigen Märkte, an dem aufgrund des Rohstoffpreisverfalls die Unternehmensgewinne sinken dürften. Wir raten daher weiter zu einer Untergewichtung britischer Aktien. Den Schweizer Markt, der sich im Zuge der Frankenabwertung erholte, empfehlen wir wieder zur Untergewichtung.

Bei den Emerging Markets bleiben wir bei unserer negativen Einschätzung Europas (wegen Russland) und Lateinamerikas (hauptsächlich wegen Brasilien) sowie unserer optimistischeren Beurteilung Asiens.

Risiken

- **Auswirkungen der Marktvolatilität auf die Realwirtschaft**, so dass sich die Wachstumsaussichten verschlechtern
- **Erneute Verschärfung der Krise in der Ostukraine**
- **Instabilität im Nahen Osten; Terroranschläge**
- Politische **Instabilität in Europa** nach den Wahlen in Griechenland
 - o **durch Unabhängigkeitsreferenden**
 - o **durch die Auseinanderentwicklung der Staatsfinanzen** im Euroraum
- **Anhaltende Deflation im Euroraum**, oder noch schlimmer: Übergreifen auf andere Regionen
- **Schlecht geplante Exit-Strategien** der wichtigen Zentralbanken

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.