

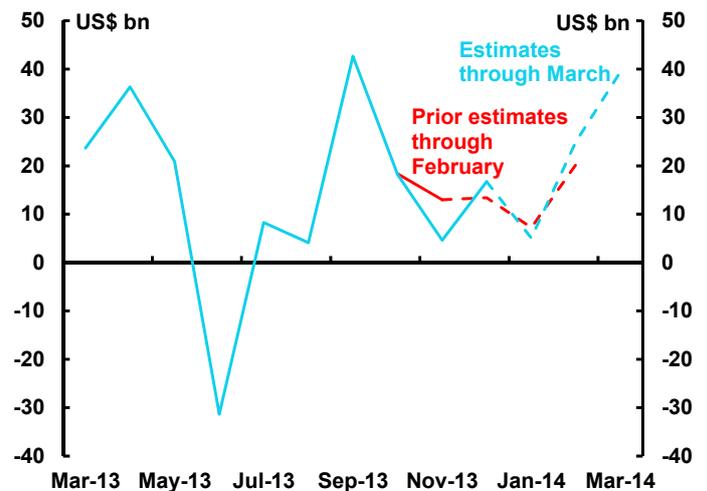
Aufwärts auf der Risikoleiter

Makrorisiken nehmen ab: Aktien übergewichten, Anleihen reduzieren

Im Überblick

- Anfang 2014 haben sich in vielen Schwellenländern die politischen Risiken zurückgemeldet. Doch jetzt scheinen Mehrerträge risikoreicherer Assets wieder möglich.
- Das Makro-Umfeld ist vor allem in den Industrieländern weiterhin gut. In den USA zeigt sich die Fed nach guten Wirtschaftsdaten etwas restriktiver, aber nicht so sehr, dass die Märkte verschreckt wären.
- Den Emerging Markets kommen die wachstumsfreundlichere Politik in China sowie die nachlassenden politischen Risiken in der Ukraine und der Türkei zu Gute.
- Die Fortschritte der Emerging Marktes, die absehbare Erholung der US-Konjunktur und die anhaltende Normalisierung der Geldpolitik sind für uns Anlass, unsere lang- und kurzfristigen Empfehlungen anzupassen: Kurzfristig sind wir für Aktien jetzt optimistisch, für Anleihen pessimistisch.

Kapitalflüsse in die Emerging Markets nehmen wieder zu
Total non-resident portfolio flows to EMs



Quellen: Institute for International Finance & AXA IM Research

Empfehlungen für die Asset-Allokation

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

▲/▼ Veränderung ggü. dem Vormonat

Quelle: AXA IM Research

An vielen Emerging Markets haben sich zu Beginn dieses Jahres die politischen Risiken zurückgemeldet, so dass wir kurzfristig eine neutrale Gewichtung für angemessen hielten. Zum Ende des 1. Quartals **scheint aber jetzt wieder viel für risikoreichere Assets zu sprechen**. Das Makro-Umfeld bleibt gut, und auch die Stimmung wendet sich zugunsten der Schwellenländer. Gute Zeiten für Aktien.

Die USA haben den Winter überstanden

Zu Beginn dieses Jahres fielen die US-Konjunkturdaten durch den ungewöhnlich harten Winter überraschend schlecht aus, doch die letzten Wochen ließen wieder die Dynamik der größten Volkswirtschaft der Welt erkennen. Das Gesamtbild ist ermutigend. Nach dem steilen Rückgang im Januar hat die Industrie im Februar einen Teil des verlorenen Bodens wieder gutgemacht. Frühindikatoren wie der ISM-Index für das Verarbeitende Gewerbe oder der Composite-Index des Conference Board lassen für das 2. Quartal mehr Wachstum erwarten, und auch das Verbrauchervertrauen ist recht stabil. Der Arbeitsmarkt hat im März erfreuliche Fortschritte gemacht, und die Erwerbsquote scheint ihren Tiefpunkt erreicht zu haben. Auch die Löhne erholen sich und sind derzeit 2,5% höher als vor einem Jahr – stärker sind sie seit Ende 2010 nicht mehr gestiegen. Der einzige dunkle Punkt ist der Immobilienmarkt, wo steigende Hypothekenzinsen die Erholung der Hauspreise und die Bautätigkeit gebremst haben. **Insgesamt dürfte das BIP-Wachstum im 1. Quartal unter 2% gelegen haben, was aber im 2. Quartal zum Teil ausgeglichen werden könnte.** Aufgrund solider Fundamentaldaten der Unternehmen und besserer Rahmenbedingungen für die Verbraucher rechnen wir **für das Gesamtjahr 2014 mit einem Wachstum zwischen 2,5 und 3%.**

In der Diskussion darüber, ob die schwachen Daten eher auf das Wetter oder auf fundamentale Faktoren zurückzuführen waren, bezog die Fed klar Stellung: Bei der Sitzung im März hat ihr Offenmarktausschuss seine Erwartungen für die Federal Funds Rate in den Jahren 2015 und 2016 leicht angehoben.¹ Auf diese leichte Überraschung, die für eine restriktivere Geldpolitik spricht, reagierte der Markt, indem er seine Erwartung für die erste Zinserhöhung vom 4. auf das 3. Quartal 2015 vorverlegte. **Unsere Prognose bleibt jedoch unverändert: Ende 2015 sehen wir die Federal Funds Rate bei 1%, Ende 2016 bei 2%.**

Europa: Aufschwung ohne Inflation

Im Euroraum scheint der Aufschwung Anfang 2014 an Dynamik gewonnen zu haben. Die wichtigste Triebkraft ist, wie von uns erwartet, der private Verbrauch: Die Besserung am Arbeitsmarkt, die geringe Inflation sowie die nachlassende wirtschafts- und fiskalpolitische Unsicherheit sorgen

dafür, dass die Haushalte wieder mehr Geld ausgeben. Auch die Unternehmensinvestitionen erholen sich, und zwar nicht nur in Deutschland. Das 1. Quartal dürfte einen deutlichen Aufschwung in Deutschland und Italien gebracht haben, während die Erholung in Frankreich und Spanien wohl etwas gedämpfter war. Insgesamt bleiben wir aber optimistisch und erwarten für dieses Jahr einen zwar moderaten, aber anhaltenden Aufschwung. Ein Risiko könnte sein, dass die Anleger möglicherweise zu optimistisch werden und alle Sorgen um den Euroraum vergessen. **Großbritannien erfreut sich unterdessen weiter eines soliden Aufschwungs, getragen von lockereren Kreditbedingungen und steigender Produktion.**

Das schwache Glied in dieser Kette ist weiterhin die Inflation, die in diesem März im Euroraum 0,5 Prozentpunkte niedriger war als vor einem Jahr. Dieser Rückgang hatte allerdings technische Gründe, und wir sind der Ansicht, dass der Tiefpunkt bereits erreicht ist.² Im Rest des Jahres dürfte sich die Inflation stabilisieren, dabei aber deutlich unter dem EZB-Ziel von 2% bleiben. Aus geldpolitischer Sicht hat deren Sitzung im April keine echten Überraschungen gebracht. Die Zentralbank ist weiterhin klar im Lockerungsmodus und hat ihren Fokus leicht von der Zinspolitik zu unkonventionellen Maßnahmen verschoben. **Wir gehen nach wie vor davon aus, dass sie im Verlauf dieses Jahres ein Wertpapierkaufprogramm auflegen wird**, möglicherweise schon im Juni, wenn mehr Informationen über die Ergebnisse des Asset Quality Review vorliegen.

Japan: Ein Pfeil fehlt noch

Die aggressive Geldpolitik der japanischen Notenbank im letzten Jahr hat gut funktioniert. Der Yen hat abgewertet, was für steigende Importpreise und Unternehmensgewinne gesorgt hat. Dadurch zieht auch die Inflation an, und in der Produktion hat eine stabile Erholung eingesetzt. Die Notenbank scheint die weitere Wirtschaftsentwicklung optimistisch zu sehen, so dass sie eine weitere Lockerung der Geldpolitik wohl auf den Sommer verschieben wird. Der zweite Pfeil der „Abenomics“ wurde in diesem Monat abgeschossen: eine Erhöhung der Mehrwertsteuer, von der erwartet wird, dass sie den Konsum zu Beginn des neuen Fiskaljahrs dämpfen wird. **Trotzdem gilt der japanische Markt allmählich wieder als weniger attraktiv, weil der dritte Pfeil noch auf sich warten lässt:** Strukturreformen sollen erst im Rahmen der Wachstumsstrategie der neuen Regierung im Juni vorgestellt werden. Als Folge davon hat das Tempo der Yen-Abwertung bereits nachgelassen, und die langfristigen Inflationserwartungen sind nicht über das aktuelle Niveau von 1% gestiegen.

¹ Außerdem verriet die neue Vorsitzende Janet Yellen mehr über ihre Einschätzung des Arbeitsmarkts und erklärte, warum sie ihn noch immer für schwach hält.

² Vgl. Alimi, M. und O. Signori: „Euro-area inflation: trough in sight“, AXA IM Research, 26. März 2014.

Die Emerging Marktes locken wieder ...

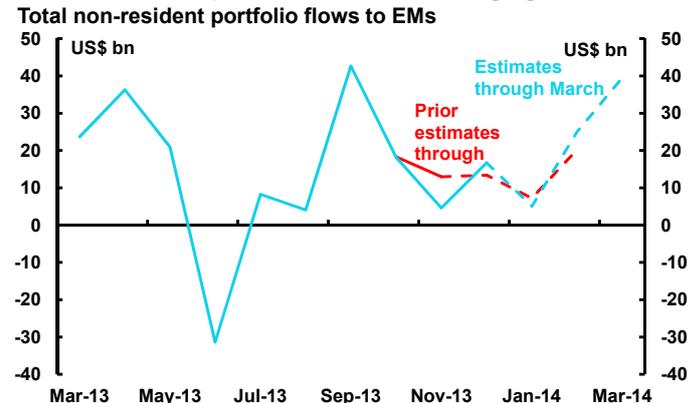
Wie die neusten Kapitalstromdaten zeigen, sehen internationale Anleger die Schwellenländer wieder positiver. Nach 22 Wochen mit Abflüssen berichteten Emerging-Market-Aktienfonds erstmals wieder von Zuflüssen in Höhe von 3,1 Mrd. USD, darunter nach EPFR-Angaben 2,6 Mrd. in ETFs. Eine Verbesserung zeigte sich bereits in der Woche bis zum 28. März 2014: Die Abflüsse waren zurückgegangen, weil ETFs zum ersten Mal seit 16 Wochen Zuflüsse verzeichnet hatten (0,5 Mrd. USD). Das Institute of International Finance schätzt die Nettomittelzuflüsse im März auf 39 Mrd. USD, davon 24 Mrd. in Anleihen und 15 Mrd. in Aktien. Dies wäre deutlich mehr als im Februar mit 25 Mrd. und im Januar mit 5 Mrd. USD (Abbildung 1).

... die Stimmung wird besser ...

Zusätzlich kam der Stimmung zu Gute, dass der Ausblick für das brasilianische Länderrating nach der Senkung auf BBB-jetzt stabil ist. Damit ist vor den Präsidentschaftswahlen im Oktober 2014 keine Rating-Veränderung für Brasilien mehr zu erwarten. Wir gehen davon aus, dass die Stimmung gut bleibt, denn drei wichtige Risikofaktoren scheinen vorerst keine große Rolle mehr zu spielen. Erstens **hat China begonnen, mit Konjunkturprogrammen und dem Vorziehen öffentlicher Investitionen auf das schwächere Wachstum zu reagieren**. Premierminister Li Keqiang stellte Pläne zur Renovierung baufälliger Wohngebäude in Städten und zur Unterstützung von Bewässerungsprojekten auf dem Land vor, und der Staatsrat kündigte an, die Regierung werde Bahnlinien für weniger entwickelte Regionen finanzieren und die Steuererleichterungen für kleine Unternehmen ausweiten. Zweitens **haben die weltpolitischen Risiken nachgelassen**, weil sich die Spannungen zwischen den USA und Russland wegen der Ukraine abgemildert haben. Drittens **verlieren besonders nach den Regionalwahlen in der Türkei, bei denen die Regierungspartei AKP ihre Dominanz in wichtigen Provinzen bewies, auch die übrigen politischen Risiken an Bedeutung**. In Indien führt unterdessen die für Wirtschaftsreformen aufgeschlossene BJP-Partei die Umfragen zu den Wahlen von 7. April bis zum 12. Mai an.

Abbildung 1

Wieder höhere Kapitalzuflüsse in die Emerging Markets



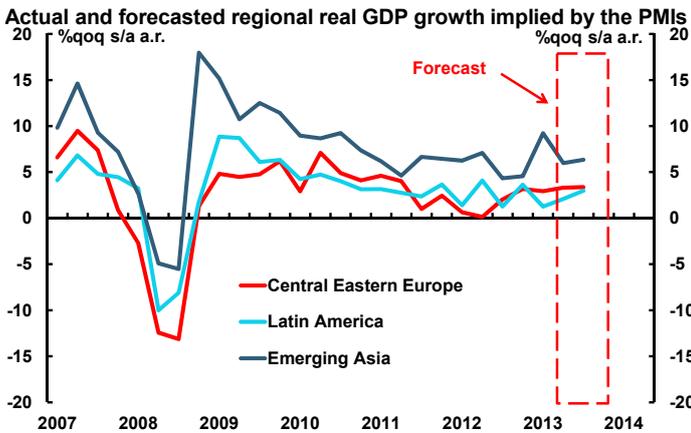
Quellen: Institute for International Finance & AXA IM Research

... und das Makro- Umfeld schwieriger

Die Wirtschaftsdaten der Schwellenländer liefern weiterhin weniger angenehme Überraschungen. Im März waren die Einkaufsmanagerindizes außer in Mexiko, Brasilien und Taiwan niedriger aus als im Vormonat, was einen Rückgang der Industrieproduktion erwarten lässt (Abbildung 2). Immerhin zog das Exportwachstum Südkoreas – eine Art Frühindikator für den Welthandel – im März wieder an, nachdem die Daten Anfang 2014 aufgrund von Kalendereffekten schwach waren.

Am stärksten scheint sich der Kalendereffekt in China bemerkbar zu machen, wo die Wirtschaftsdaten im 1. Quartal sehr volatil waren. Tatsächlich aber hat die Wirtschaftsdynamik offenbar schneller nachgelassen, als wir es zu Beginn des Jahres erwartet hatten. Die Regierung hat darauf zwar mit der Ankündigung eines kleinen Konjunkturpakets reagiert, dürfte dabei aber nur eine Stabilisierung der Wirtschaft und eine Milderung des Abwärtsdrucks im Sinn haben, nicht eine V-förmige Erholung. Die meisten der vorgestellten Maßnahmen waren schon in früheren Politikberichten enthalten, was nahelegt, dass die Behörden keine zusätzliche Stimulierung planen, sondern lediglich bestimmte Ausgaben vorziehen. Wir halten die Regierung weiterhin für entschlossen, den Verschuldungsgrad der chinesischen Wirtschaft zu verringern, weshalb sie nicht zu massiven Konjunkturprogrammen und einer aggressiven Lockerung der Geldpolitik bereit ist (z.B. durch niedrigere Mindestreserveanforderungen). Insgesamt dürfte ihr Konjunkturpaket zwar helfen, die Konjunktur in den nächsten Quartalen zu stärken. Es dürfte aber nicht ausreichen, um die negative Überraschung aus dem 1. Quartal wettzumachen. Daher haben wir **unsere Wachstumsprognose für China 2014 von 7,5% auf 7,2% gesenkt**, gehen allerdings weiterhin davon aus, dass die kommenden Quartale mehr Wachstum bringen werden.

Abbildung 2

Emerging Markets: Schwaches Wachstum im 1. Quartal**Keine weitere Straffung der Geldpolitik**

Von diesem erwarteten Wachstumsplus in China dürfte auch die Konjunktur der anderen Emerging Markets profitieren, die zu Chinas Handelspartnern zählen. Am stärksten dürfte das wieder höhere Wachstum Asien und Lateinamerika zugute kommen, doch auch alle anderen werden die bessere Stimmung spüren. Nach erheblichen Zinserhöhungen im 1. Quartal dürfte die Dynamik in Russland und der Türkei nachlassen, wobei die Verlangsamung in Russland wegen der Aussicht auf weitere Sanktionen von EU und USA deutlicher ausfallen dürfte. **Die Inflation in den Schwellenländern dürfte anziehen**, insbesondere in Lateinamerika und Asien; wegen der jüngsten Währungsabwertungen und des trockenen Wetters, das die Weltmarktpreise für Nahrungsmittel steigen lässt. **Trotzdem ist eher nicht damit zu rechnen, dass die Zentralbanken die Zinsen erhöhen.** Denn die Auswirkungen höherer Lebensmittelpreise auf die Inflation sind nur vorübergehend, und auch eine weitere Abwertung der Währungen ist nicht zu erwarten. Die Zentralbank Brasiliens hat bereits signalisiert, ihren Zinserhöhungszyklus zu unterbrechen, wohl bis zu den Wahlen im Oktober. Zuletzt hatte sie den SELIC am 2. April um 25 Basispunkte auf 11% erhöht.

Anpassung unserer lang- und kurzfristigen Empfehlungen

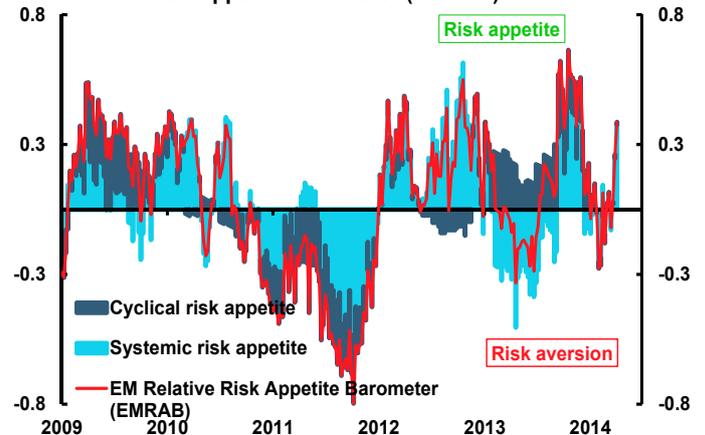
Damit ist die Zeit gekommen, unsere Empfehlung zur kurzfristigen Asset-Allokation zu revidieren und passend zu unseren langfristigen Erwartungen eine risikofreundlichere Haltung einzunehmen. Dafür gibt es zwei Gründe: (i) die besseren Aussichten für die Emerging Markets und (ii) die besseren Konjunkturdaten.

Anfang 2014 hatten wir unsere kurzfristige Empfehlung für Aktien auf neutral gesenkt. Dahinter stand vor allem die Sorge, dass sich die viele Einzelprobleme der Emerging Markets zu einem systemischen Problem auswachsen können. **Damals haben wir vier Bedingungen für eine Revi-**

sion unserer Einschätzung der Emerging Markets genannt: abnehmende politischen Risiken, weniger Kapitalabflüsse (da mehrere wichtige Schwellenländer zur Finanzierung ihrer Leistungsbilanzdefizite auf Zuflüsse angewiesen sind), nachlassende Zweifel an Maßnahmen zum Schuldenabbau in China und weniger negative Gewinnrevisionen.

Insgesamt hat es tatsächlich Fortschritte gegeben, so dass mehr Optimismus angemessen erscheint. Die Leistungsbilanzen der fragilen Schwellenländer sind zwar weiterhin negativ, doch gehen diese Defizite dank Importbeschränkungen und der jüngsten Währungsabwertungen in manchen Fällen zurück. Gleichzeitig haben die Kapitalabflüsse aus den Emerging Markets offenbar nachgelassen; zuletzt gab es sogar wieder Zuflüsse. Das politische Risiko nimmt ab, was der Stimmung zuträglich ist und zu einer niedrigeren Risikoprämie beitragen dürfte – das lässt zumindest unser Risk-Appetite-Barometer für die Emerging Markets erwarten (Abbildung 3). Weil die meisten Emerging-Market-Werte nach den Verkaufswellen von Sommer 2013 und Januar 2014 unterbewertet sind, scheint der Boden für eine Neubewertung bereitet.

Abbildung 3

Optimistische Einschätzung der Emerging Markets**EM Relative Risk Appetite Barometer (EMRAB)**

Sicher gibt es Anzeichen für eine schwächere Emerging-Market-Konjunktur. Sie sind allerdings nicht stark genug, um eine Rezession auszurufen oder den Weltwirtschaftsaufschwung für gefährdet zu erklären. Dies gilt umso mehr, als sich die US-Konjunkturdaten nach der Schwächeperiode, die vor allem dem schlechten Wetter im Winter geschuldet war, bereits wieder verbessern.

Die Fed hat ihre „quantitative“ Forward Guidance im März definitiv durch eine eher „qualitative“ Version ersetzt. Ihr Tapering wird in diesem Herbst abgeschlossen sein, eine erste Zinserhöhung wird bis Mitte 2015 erwartet. Damit stellt sich nicht mehr die Frage, wann die Zinserhöhungen beginnen, sondern wie hoch sie ausfallen werden. Die Kernbotschaft von Yellens erster Pressekonferenz als Fed-Vorsitzende lautete: Zu Beginn des nächsten Erhöhungszyklus dürften die Leitzinsen niedriger bleiben, als man nach

den Erfahrungen der Vergangenheit oder nach der Taylor-Regel erwarten würde. Allerdings dürften die Märkte diese Forward Guidance zu den Zinsen in Frage stellen. **Unsere Jahresendprognose für die Rendite zehnjähriger US-Treasurys lautet weiterhin 3,5%; das aktuelle Niveau sehen wir als interessante Gelegenheit, Anleihe-Positionen in internationalen Portfolios zu verringern.**

Zusammengefasst: **Angesichts der anhaltenden Normalisierung der Geldpolitik, der Verbesserung der Lage in den Emerging Markets und des erwarteten Wiedererstarkens der US-Konjunktur passen wir unsere lang- und kurzfristigen Empfehlungen an. Für Aktien sind wir jetzt auf kurze Sicht optimistisch, für Anleihen pessimistisch.**

Staatsanleihen negativ, Treasurys erst recht

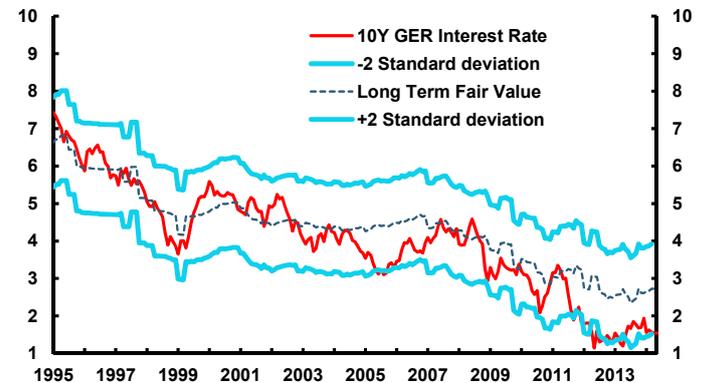
Für den weiteren Jahresverlauf erwarten wir, **dass die Auseinanderentwicklung der Geldpolitik auf den beiden Seiten des Atlantiks zu einem der wichtigsten Rentenmarktthemen werden** und auch das Jahr 2015 bestimmen wird. Die Fed hat mit ihrem Tapering begonnen und wird es fortsetzen. Mario Draghi dagegen hat noch einmal betont, die EZB sei „fest entschlossen“, ihre Geldpolitik extrem locker zu halten, und sie verfüge über genügend Instrumente (von Zinssenkungen bis zu quantitativer Lockerung) für den Fall, dass die Inflationserwartungen weiter zurückgehen. Im Euroraum werden die Zinsen deshalb de facto länger bei null liegen als in den USA, so dass vor allem die Kurzfristzinsen niedrig bleiben. **Daher dürfte die deutsche Zinsstrukturkurve 2014 noch steiler werden, während wir für die USA in der zweiten Jahreshälfte eine Abflachung durch höhere Kurzfristzinsen erwarten.**³

Wichtig ist aber, dass die langfristigen Renditen eher von anderen Faktoren abhängen als von der Geldpolitik und stark von den finanziellen Verflechtungen zwischen EU und USA beeinflusst werden. Die durchschnittliche Korrelation zwischen Bundesanleihen und Treasurys hat seit dem Jahr 2000 strukturell zugenommen. Wie es aussieht, ist die Normalisierung der US-Renditen einer der wichtigsten Faktoren für den aktuellen Aufwärtsdruck der langfristigen Bundesanleiherenditen. Aber noch ist er geringer als in den USA, und wir gehen davon aus, dass die deutschen Renditen deutlich unter ihrem fairen Wert bleiben werden (den wir für zehnjährige Anleihen derzeit auf 2,6% schätzen, vgl. *Abbildung 4*). Diese Einschätzung gilt **mindestens für das gesamte Jahr 2014 und möglicherweise auch darüber hinaus.**

Abbildung 4

Bundesanleiherenditen dürften unter ihrem fairen Wert bleiben

10Y German interest rate model (%)



Quellen: Datastream, Bloomberg und AXA IM Research

Die aktuellen Markterwartungen (der Terminmarkt zeigt zum Jahresende Zinsen unter 2% an) halten wir allerdings für untertrieben. Einer der Gründe für die derzeit sehr niedrigen Renditen ist, dass die Inflation seit letztem Oktober stets niedriger war als erwartet. Trotzdem bleibt Deflation für den Euroraum als Ganzes ein geringes Risiko, eher schon bestehen leichte Inflationsrisiken. Gleichzeitig ist die Wachstumsdynamik im Euroraum gering, und mit Enttäuschungen ist stets zu rechnen. Allerdings sind unsere BIP-Erwartungen für das laufende Jahr bereits niedrig. Wenn die Konjunktur anzieht, könnten die Märkte wieder optimistischer werden, was für etwas höhere Renditen spricht.

Die Spreads von **Unternehmensanleihen** engen sich weiter ein. Dies war im bisherigen Jahresverlauf gut für die Gesamterträge und verspricht auch weiterhin einen gewissen Zusatzertrag. Die bereits engen Spreads und die Tatsache, dass die Konjunktur auf beiden Seiten des Atlantiks Fortschritte macht, sprechen dafür, dass höhere Zinsen unvermeidlich sind. Für Anleger kommt es deshalb immer stärker darauf an, die richtige Balance zwischen laufender Rendite und Durationsrisiko zu finden. Wir vertreten seit langem die Ansicht, dass Anleihen mit kürzerer Duration und relativ hoher Qualität attraktiv sind, insbesondere im High-Yield-Bereich. Aufgrund der voraussichtlich nur wenigen Zahlungsausfälle und der besseren Konjunktur halten wir den amerikanischen **High-Yield-Markt auch weiter für attraktiver als den kleineren und weniger liquiden europäischen. Bei Investmentgrade-Papieren bevorzugen wir aber nach wie vor Europa.**

Angesichts des Risikos steigender Zinsen bleiben wir dabei, dass **Diversifikation wichtig ist.** Der Renditepuffer von Investmentgrade- und High-Yield-Anleihen wird mit der Zeit abnehmen, so dass Anleger weiterhin großes Interesse an alternativen Credits haben dürften. AT1-Anleihen, CoCos, Tier-2-Anleihen und Hybridanleihen von Unternehmen dürften daher verstärkt nachgefragt – und emittiert – werden. **In den USA hat auch die Loan-Nachfrage bereits merklich zugenommen; im weiteren Verlauf des Jahres könnten**

³ Vgl. Signori, O: „[US Yield curve: a change on the horizon](#)“, AXA IM Research, 27. Februar 2014

sich Loans als zunehmend interessante Alternative zu High Yield erweisen.⁴

Aktien: Auf eine Erholung setzen

Für Aktien lautet unser Vorschlag, die relative Positionierung zu verändern. Wie erwähnt halten wir die Bedingungen für eine Renaissance der Emerging Markets jetzt für erfüllt: Die Risikoaversion lässt weltweit nach, die politischen Risiken in den Schwellenländern schwinden, und die Leistungsbilanzen einiger der berüchtigten „fragilen Fünf“ verbessern sich, auch wegen der Stabilisierung der Kapitalströme. Für eine Übergewichtung der Emerging Markets in Aktienportfolios ist es unserer Ansicht nach aber noch zu früh. Denn das Umsatzwachstum ist weiterhin eher bescheiden, die Margen bleiben unter Druck, und wir rechnen nur mit einem Gewinnwachstum im hohen einstelligen Prozentbereich, also nicht stärker als bei Aktien weltweit. **Daher raten wir zu einer neutralen Gewichtung von Emerging-Market-Aktien** (Abbildung 5).

Abbildung 5
Weiter mäßiges Gewinnwachstum in den Emerging Markets
Emerging markets: sales & earnings growth



Quellen: Datastream und AXA IM Research

In Japan müsste, wenn der Aktienmarkt seinen Anstieg fortsetzen soll, entweder der Yen weiter abwerten oder die Inlandsnachfrage zunehmen. Noch aber herrscht darüber Unsicherheit, so dass wir empfehlen, vorsichtig zu bleiben und japanische Aktien neutral zu gewichten, sowohl kurz- als auch langfristig.

Nach wie vor sind wir davon überzeugt, dass die noch ungenutzten Kapazitäten und das geringe Lohnwachstum im Euroraum mit hoher Wahrscheinlichkeit für deutlich steigende Gewinne sorgen werden, wenn die Konjunktur anspringt. Die Margen dürften sich dann erholen und ein Gewinnwachstum von 10-15% in diesem Jahr ermöglichen; in den USA dagegen dürften die bereits jetzt enorm hohen Margen das Gewinnwachstum auf 5-10% begrenzen. **Wir empfeh-**

len deshalb, Aktien im Euroraum weiterhin über- und US-Aktien unterzugewichten.

Außerdem sind wir unverändert der Ansicht, dass kleinere Unternehmen am deutlichsten von aktueller Aufschwung der Weltwirtschaft profitieren werden. Dies spricht in unseren Augen dafür, **einen erheblichen Anteil des Aktien-Engagements in Small Caps zu investieren.**

⁴ Vgl. Cairns, M. „[Portfolio diversification and the return of leveraged loans](#)“, AXA IM Research, 13. März 2014

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 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 können.