

# Investment Strategy

8. März 2012

AXA Investment Managers - Research & Investment Strategy

MONATSBERICHT

## Die europäische Odyssee

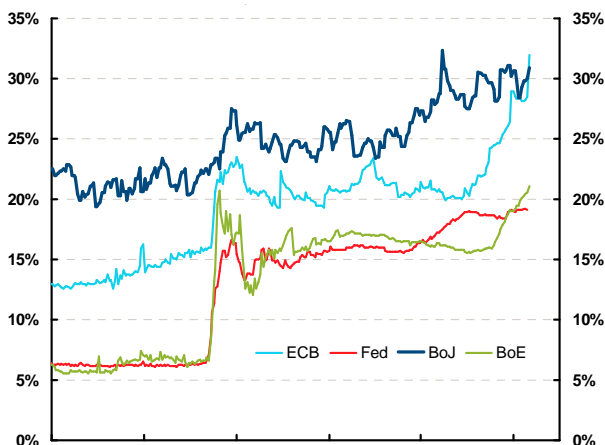
**Von**

Raphaël Gallardo  
& Franz Wenzel

Abbildung 1

### Die Notenbanken eilen zur Hilfe

Bilanzsummen der Notenbanken in % des nominalen BIP



Quellen: Bloomberg, Datastream, AXA IM Research

### Im Überblick

- Die noch expansive Geldpolitik und die Reformfortschritte (Griechenland, Fiskalpakt) sorgen für eine weitere Entspannung der Lage der europäischen Banken und Staatsanleihemärkte.
- Die höheren Ölpreise dürften dem Wachstum in den USA nicht nachhaltig schaden.
- Die Emerging Markets erholen sich, doch könnte die Inflation zurückkehren.
- Renten: Unternehmensanleihen und ausgewählte Peripherieländer-Staatsanleihen erscheinen uns weiter interessant.
- Das nachlassende systemische Risiko spricht für eine höhere Aktienquote, sofern man Verlustrisiken absichert.

Europa bemüht sich weiter, die Staatsschuldenkrise einzudämmen. Unterdessen stellten die Wachstumsmotoren China und USA im Februar erneut ihre Stärke unter Beweis. Die systemischen Bedrohungen für die Weltwirtschaft gehen zurück, weil sich die Lage in Europa entspannt. Deshalb raten wir jetzt wieder zu einer höheren Gewichtung risikobehafteter Wertpapiere.

## Europa: Abnehmende systemische Risiken

Im Februar arbeiteten die europäischen Regierungen weiter an einer Lösung der Staatsschulden- und Bankenkrise.

Ziel der Griechenlandstrategie war, einen Zahlungsausfall noch in diesem Jahr möglichst zu verhindern. Zwar ist das Land nach unseren Analysen schon lange insolvent, doch wurde zuletzt alles nur Denkbare getan, damit Griechenland und seine Banken zahlungsfähig bleiben. Im Gegenzug für neue Austeritätsmaßnahmen wurde ein zweites Rettungspaket mit einem Volumen von 130 Mrd. Euro geschnürt. Die rasche Umsetzung dieses Programms verringert die Gefahr, dass der Staat im Laufe dieses Jahres seine Zahlungen einstellt. Der den privaten Gläubigern angebotene Anleihtausch wurde mit rückwirkenden „Collective Action Clauses“ versehen, um die Investoren zum Umtausch zwingen und so eine möglichst hohe Beteiligung erreichen zu können. Nahezu alle Verluste der privaten Gläubiger fallen dann sofort an.

Nach wie vor halten wir das Ausfallrisiko aber für hoch.<sup>1</sup> Doch in Zukunft müssen die europäischen Steuerzahler und nicht mehr die internationalen Investoren die Kosten tragen. Dies verringert zwar das Risiko von Dominoeffekten, kann aber Wasser auf die Mühlen der nordeuropäischen Euroskeptiker sein.

Unterdessen haben auf einem Gipfeltreffen Anfang März 25 EU-Länder den Fiskalpakt unterzeichnet. Der Vertrag sorgt in der EU für mehr Haushaltsdisziplin und stärkt die Möglichkeiten der europäischen Institutionen, die nationalen Haushalte zu kontrollieren und gegebenenfalls Sanktionen zu verhängen. Der

Fiskalpakt ist der nötige Ausgleich dafür, dass Kerneuropa über die Rettungsfonds EFSF und ESM mehr als bisher für die Schulden der Peripherieländer einstehen muss. Durch die Teilnahme aller EU-Länder mit Ausnahme von Großbritannien und Tschechien hat der Fiskalpakt ein großes Gewicht.

Hinzu kommt, dass die EZB ihre mittelfristige Refinanzierungsstrategie für den Bankensektor weiter ausgebaut hat. Im Februar hat sie erneut die Bedingungen gelockert, unter denen sie die Wertpapiere von sieben Ländern als Sicherheiten akzeptiert, und gegen Monatsende wurde der zweite Dreijahrestender der EZB noch stärker nachgefragt als der erste. 800 Banken liehen sich insgesamt 530 Mrd. Euro, nachdem im Dezember bereits 523 Banken insgesamt 490 Mrd. Euro aufgenommen hatten. Da jetzt weitere Arten von Finanzinstrumenten als Sicherheiten akzeptiert werden, haben sich kleinere Banken verstärkt an der Auktion beteiligt.

Der Bankenstatistik zufolge haben die europäischen Banken dank der Großzügigkeit der EZB im Januar für 51 Mrd. Euro Staatsanleihen gekauft. Von Juni bis Dezember 2011 waren sie noch Nettoverkäufer gewesen; sie hatten sich von Papieren im Wert von 60 Mrd. Euro getrennt. Die neuen Maßnahmen verringern nicht nur das Risiko von Liquiditätsengpässen durch die Auflösung von Bankeinlagen (insbesondere wenn ein griechischer Zahlungsausfall auf andere Krisenländer übergreift), sondern dürften auch eine Lockerung der Ende 2011 sehr strengen Kreditbedingungen zur Folge haben. Auch dürften sich die europäischen Banken wohl wieder an Staatsanleiheauktionen beteiligen.

Der Eindruck eines geringeren systemischen Risikos hat den Euroraum auch wieder interessanter für ausländische Investoren gemacht. Insbesondere China investiert wieder in den Peripherieländern, und amerikanische Geldmarktfonds haben begonnen, wieder Commercial Paper europäischer Banken zu kaufen.

Die europäischen Staats- und Regierungschefs haben die Abwärtsspirale durchbrochen, die den Euroraum in eine systemische Insolvenz zu stürzen drohte. Sie legten den Grundstein für eine Fiskalunion mit einer Kombinati-

<sup>1</sup> Vgl. *Greece: exploring the endgames* (Investment Essentials, in englischer Sprache).

on aus Haushaltsdisziplin und Transfers.

Damit hat man sich Zeit gekauft, aber es gibt nach wie vor enorme Probleme. Eine Aufstockung von EFSF, ESM und IWF, die ein Übergreifen von Krisen verhindern sollen, ist ebenso wichtig wie die Ratifizierung des Fiskalpakts. Darüber hinaus müssen die Märkte davon überzeugt werden, dass die Sparmaßnahmen in Italien und Spanien trotz der Rezession und der hohen Arbeitslosigkeit am Ende erfolgreich sein werden. Die Konjunkturindikatoren sprechen dafür, dass das Rezessionsrisiko im Euroraum nachgelassen hat. Die Zahlen verbergen aber, dass es eigentlich zwei Europas gibt: auf der einen Seite Deutschland, dessen Konjunktur zu überhitzen droht, und auf der anderen die Peripherieländer mit ihrer anhaltenden Depression.

### Der hohe Ölpreis stellt die US-Konjunktur auf die Probe

In den USA sind die Konjunkturindikatoren weiter überraschend gut. Den Frühindikatoren für den Arbeitsmarkt zufolge wurden im Februar etwa 250.000 neue Stellen geschaffen, so dass die Arbeitslosenquote weiter zurückgeht. Ende Februar wurden Konjunkturprogramme verlängert. Der Anstieg der verfügbaren Einkommen Ende letzten Jahres hat das Risiko einer steigenden Sparquote verringert. Die außerordentlich lockere Geldpolitik der Fed sorgt weiter für extrem niedrige Kreditzinsen, so dass wieder mehr Verbraucherkredite vergeben werden. So lange die Fed bei ihrer expansiven Geldpolitik bleibt, rechnen wir nicht mit einem Anstieg der Sparquote privater Haushalte. 2012 dürfte die US-Wirtschaft um etwa 2,5% wachsen, insbesondere aufgrund eines steigenden Konsums und höherer Investitionen.

In Europa haben die systemischen Risiken erheblich nachgelassen, doch ziehen jetzt neue dunkle Wolken auf. Die Ölpreise sind aufgrund der Spannungen im Nahen Osten wieder gestiegen. Wir schätzen, dass der drohende Konflikt zwischen Israel und dem Iran den Ölpreis um etwa 20 US-Dollar je Barrel nach oben getrieben hat. Solange die amerikanischen Privathaushalte nur 3,7% ihrer verfügbaren Einkommen für Öl ausgeben, wird dies den Anstieg des privaten Verbrauchs nicht nachhaltig schwächen. Kritisch wird es nach landläufiger Einschätzung erst, wenn der Anteil

wie 2008 und Anfang 2011 etwa 4,2% beträgt.

Die verfügbaren Einkommen dürften aufgrund des stabilen Arbeitsmarkts aber weiter steigen. Es werden viele neue Stellen geschaffen, die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden nimmt zu und die Löhne steigen ebenfalls. Die amerikanischen Haushalte dürften sich erst einschränken, wenn die Benzinpreise um weitere 15% zulegen.

Eine bewaffnete Auseinandersetzung am Persischen Golf bleibt aber denkbar. Da völlig unklar ist, dass ein Krieg wirklich im Interesse Israels und der USA wäre, ist dies allerdings nicht unser Hauptszenario. Nach unserem Modell würde ein Ausbleiben iranischer Öllieferungen im zweiten Halbjahr 2012 den Preis für einen Barrel Brent auf 190 US-Dollar steigen lassen. Dann würde das amerikanische Wirtschaftswachstum 2013 abrupt zum Erliegen kommen, wobei der Abschwung durch entschlossene geld- und fiskalpolitische Maßnahmen möglicherweise etwas gedämpft wird. Bei einem derart rückläufigen Wachstum könnte die europäische Banken- und Staatsschuldenkrise wieder zu einem Thema werden, so dass im Euroraum neue systemische Risiken entstünden. Wir möchten aber noch einmal betonen, dass dies nicht unser Hauptszenario ist. Dennoch sollte man den Ölpreisanstieg nicht ignorieren.

### Emerging Markets: stärkere Konjunktur, strukturelle Inflation

Insgesamt haben sich die Frühindikatoren für die Emerging Markets im Februar stark verbessert. Einzige Ausnahme ist Osteuropa, wo die Zahlen etwas schwächer ausfielen. In China bestätigen die neuen Daten (Einzelhandelsumsätze, Auftragseingänge) nach einem eher enttäuschenden Jahresende 2011 tendenziell den Aufschwung. Dennoch haben uns die wieder aufkeimende Nahrungsmittelpreisinflation im Januar und die Kapazitätsengpässe bei Produktionsunternehmen wieder daran erinnert, dass der chinesische Turbokapitalismus mit seinem Konsumboom große Inflationsgefahren birgt. Den chinesischen Behörden ist dies durchaus bewusst, so dass die Geldpolitik 2012 nur sehr maßvoll gelockert wurde. Dennoch dürfte die Wirtschaft in diesem Jahr um etwa 8,5% wachsen und damit deutlich stärker als die von der Politik angestrebten 7,5%.

2012 dürften einige andere Emerging-Market-Länder dem chinesischen Beispiel folgen. Trotz steigenden Inflationsdrucks sind viele Notenbanken Ende 2011 wieder zu einer neutralen oder gar leicht expansiven Geldpolitik übergegangen. Damit reagierten sie auf das Risiko, dass die Krise in Europa die Weltwirtschaft dämpft.

Weil die systemischen Risiken in Europa nachlassen, ist eine derart vorsichtige Geldpolitik aber nicht mehr nötig – zumal auch die Energiepreise wieder steigen und erneut Kapital in die Emerging-Market-Länder strömt. Hinzu kommt, dass die inländische Kreditvergabe außerordentlich schnell steigt. Dies birgt die Gefahr von Preisblasen und sorgt für Inflationsrisiken in vielen Ländern. In der zweiten Jahreshälfte 2011 könnten also eine straffere Geldpolitik und Währungsaufwertungen anstehen. Eine harte Landung in Ländern, die sich zurzeit überhitzen, kann allerdings nicht ausgeschlossen werden. Wir denken dabei insbesondere an die Türkei und die Ukraine.

## Asset-Allokation: Höhere Risiken – (fast) alle Ampeln stehen auf Grün

Einen Monat und einen weiteren Dreijahrestender später verbessern sich viele Parameter. Insbesondere das neue Rettungspaket für Griechenland, das zumindest kurzfristig einen drohenden Zahlungsausfall abwendet, und die Zustimmung zum Fiskalpakt machen unser Hauptszenario wahrscheinlicher, dass der Euro wieder zu einem Erfolg wird. **Vor diesem Hintergrund empfehlen wir eine offensivere Portfolioausrichtung durch einen höheren Anteil risikobehafteter Wertpapiere.**

Auch die jüngsten Konjunkturdaten bestätigen uns darin. Wir halten aber auch an der Empfehlung fest, sich vor Verlusten zu schützen. Das Risiko eines Auseinanderbrechens des Euroraums ist aus unserer Sicht zwar deutlich zurückgegangen, aber es gibt jetzt andere, eher konjunkturelle Risiken – mehr dazu am Schluss dieses Berichts. **Daher empfehlen wir wie schon im letzten Monat zumindest eine Teilabsicherung des Aktienteils.**

Auch wenn das **Wirtschaftswachstum nur einer der Gründe für die Übergewichtung risikobehafteter Wertpapiere ist**, waren die zuletzt guten Konjunkturdaten hochwillkommen. Die US-Zahlen waren zwar uneinheitlich,

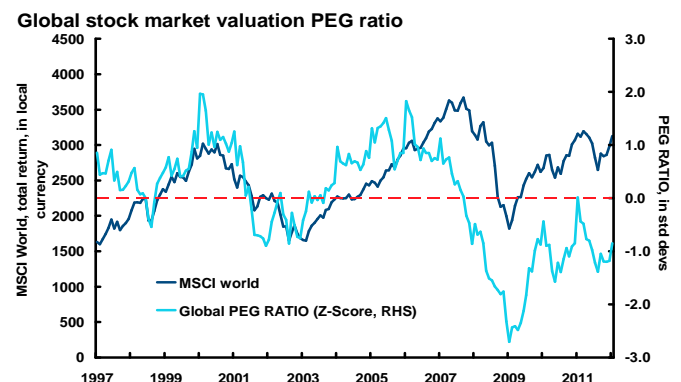
aber die Zahlen aus dem Euroraum legen nahe, dass es am Ende doch keine Rezession geben wird. Die Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern bleiben aber groß. Der Norden bleibt (recht) stabil, während die Rezession in Südeuropa anhält.

**Der wichtigste Faktor für die Entwicklung risikobehafteter Wertpapiere war und ist die Liquidität.** Auch wenn ein erneutes Quantitative Easing in den USA zuletzt unwahrscheinlicher geworden ist, gibt es insgesamt doch überreichlich Liquidität. Wie wir im Februar an dieser Stelle geschrieben haben, trägt sie wesentlich zu einer Erholung der Wertpapiermärkte bei, insbesondere wenn das Haupthindernis – das systemische Risiko – nachlässt.

**Günstig bleiben auch die Bewertungen.** Internationale Aktien werden zurzeit zum 14-fachen der erwarteten Gewinne gehandelt. Zugegebenermaßen ist das weder Fisch noch Fleisch – doch revidieren die Analysten (zumindest vorübergehend) ihre Gewinnsschätzungen nicht mehr nach unten. **Für langfristige Investoren sind Aktien aber nach wie vor attraktiv bewertet.** Nach unserem bevorzugten Bewertungsmaß, dem Kurs-Gewinnwachstums-Verhältnis (PEG-Ratio), also dem um das für die kommenden drei Jahre erwartete Gewinnwachstum bereinigten KGV, liegen die Aktienkurse noch immer eine Standardabweichung unter ihrem fairen Wert (Abbildung 2). **Insgesamt halten wir die Aktienbewertungen zurzeit für „neutral“ bis „billig“.**

Abbildung 2

## Die Aktienbewertungen bleiben günstig PEG-Ratio internationaler Aktien



Quellen: Datastream, AXA IM Research



## Renten: Kerneuropa neutral, ausgewählte Peripherieländerpositionen

Im letzten Monat haben sich die Anleiherenditen seitwärts bewegt. Nur die Renditen von Euro-Anleihen sind aufgrund der reichlich vorhandenen Liquidität deutlich zurückgegangen.

Auch wenn die Fed erklärt hat, die Zinsen noch lange nicht zu erhöhen, wirkte der Auftritt von Chairman Bernanke vor dem Kongress wie eine kalte Dusche. Wir haben seine Ausführungen als Hinweis darauf interpretiert, dass mehr Quantitative Easing unwahrscheinlicher geworden ist. Noch sehen wir aber keinen Grund für steigende Renditen. Die Kurzfristzinsen werden nicht erhöht, die Fed setzt ihre Operation Twist fort und die Inflationserwartungen halten sich in Grenzen. All dies spricht dafür, dass die Renditen amerikanischer Staatsanleihen ebenso wie die Hypothekenzinsen niedrig bleiben werden. Schwierigkeiten macht lediglich die Positionierung der Investoren. Den CFTC-Daten zufolge bevorzugen sie Kurzläufer. Wir wollen dies zurzeit nicht überschätzen, raten aber dennoch zu einer neutralen Duration, auch wegen der attraktiven laufenden Rendite.

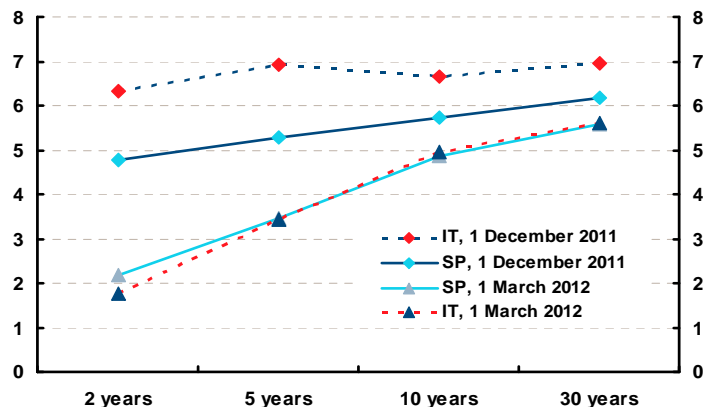
Im Euroraum bedeuten die massiven Liquiditätsspritzen der EZB, dass die Bruttokreditvergabe der Notenbank noch drei Jahre lang faktisch über einer Billion Euro betragen wird. Dies stärkt die Staatsanleihenmärkte der Peripherieländer substanziell. Alles in allem stützt die extrem expansive Geldpolitik – auch die Bank of England sollte man nicht übersehen – die Staatsanleihenmärkte. Die Kursdynamik ist interessant. **Daher bestätigen wir die neutrale Duration unserer Positionen an den wichtigsten Staatsanleihemärkten.**

Die Erträge an den Kernmärkten (USA und Deutschland) sind aber alles andere als attraktiv. Das Gegenteil gilt für Italien und Spanien. Italien treibt seine Haushaltskonsolidierung voran, und wie Premierminister Monti erklärt hat, wird er die Fiskalpolitik nicht noch weiter straffen. Die Arbeitsmarktreformen machen Fortschritte, und der erste Teil der Strukturreformen, die Deregulierung, ist weitgehend abgeschlossen. Dadurch konnten die Märkte Italien wieder mehr vertrauen (Abbildung 3). Außerdem hat das italienische Finanzministe-

rium die jüngsten Anleiheemissionen professionell gemanagt, so dass das Refinanzierungsrisiko, das die Anleger Ende 2011 verunsichert hatte, kleiner geworden ist. Zwei Drittel der großen Anleiherückzahlungen in den Monaten Februar bis April sind bereits refinanziert worden. Saisoneffekte dürften im 2. Quartal für einen noch höheren Überschuss sorgen.

Abbildung 3

### Deutlicher Renditerückgang in Italien und Spanien Renditen in %



Quellen: Bloomberg, AXA IM Research

Die jüngsten Haushaltsprobleme in Spanien bestätigen zwar, dass die Kreditkrise noch keineswegs vorbei ist, doch glauben wir, dass alles in allem immer noch viel für spanische Papiere spricht. Folglich raten wir, die Positionen aufzustocken, wenn der Markt weiter korrigiert. Das Gleiche gilt auch für Italien.

## Inflationsindexierte Anleihen: Trotz Enttäuschungen USA bevorzugt

Anfang Februar empfahlen wir, verstärkt in amerikanische inflationsindexierte Anleihen zu investieren, weil aufgrund der extrem lockeren Geldpolitik langfristig Inflationsgefahren drohen. Zugegeben, die langfristigen Inflationserwartungen liegen dicht am Inflationsziel der Fed. Der jüngsten Umfrage der Federal Reserve Bank of Philadelphia zufolge betragen sie 2,3%, während die Fed ein Inflationsziel von 2,0% ausgibt. Doch wenn die Inflationserwartungen niedrig sind, ist die Gefahr groß,

dass die Inflation zurückkehrt. Daher schätzen wir amerikanische inflationsindexierte Anleihen nach wie vor positiv ein.

Für den **Euroraum** halten wir die Inflation aber für eine geringere Gefahr, weil hier die Konjunktur eher für eine Deflation spricht – als Folge des Schuldenabbaus nicht nur im privaten, sondern auch im öffentlichen Sektor.

## Unternehmensanleihen: Noch immer eine interessante Ertragsquelle

Unternehmensanleihen bleiben unsere bevorzugte Assetklasse im Rentenbereich. Alle Signale stehen auf Grün, und die Bewertungen haben sich im Großen und Ganzen nicht geändert. Der Zinsvorsprung, das Liquiditätsumfeld und, was am wichtigsten ist, die Risikowahrnehmung haben der Assetklasse weiteren Auftrieb gegeben. **Folglich bevorzugen wir in einem internationalen Rentenportfolio Unternehmensanleihen weiter gegenüber Staatsanleihen.**

Es überrascht nicht, dass Europa – die risikoreichere Region – die USA hinter sich ließ. Hochzinsanleihen entwickelten sich besser als die deutlich weniger volatilen Investmentgrade-Anleihen, weil das Risiko eines ungeordneten Zahlungsausfalls Griechenlands abnahm.

Die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in Europa in diesem Jahr ist unserer Ansicht nach deutlich zurückgegangen. Ohne eine strukturelle Lösung der Krise und wegen des düsteren Wachstumsausblicks für die Mittelmeerländer halten wir es aber für klüger, sich für die USA zu entscheiden, als in großem Umfang auf Europa zu setzen – bei Staatsanleihen ebenso wie bei Unternehmensanleihen. Außerdem bevorzugen wir weiter Papiere mit höherer Kreditqualität und geringerer Duration, ergänzt um ausgewählte High-Yield-Positionen.

## Aktien: mehr Risiko und Schutz vor Verlusten

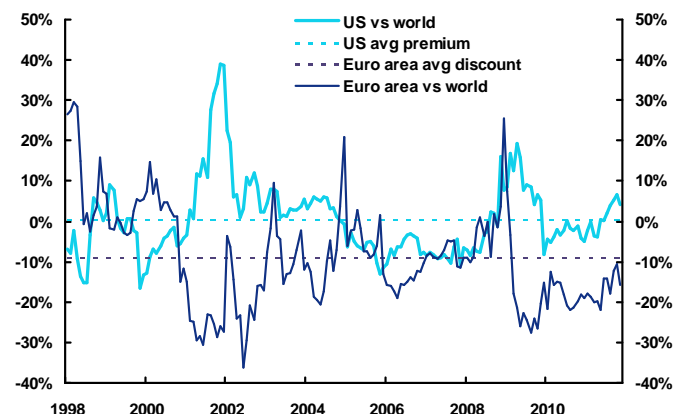
Die reichlich vorhandene Liquidität, die höhere Risikobereitschaft der Marktteilnehmer, attraktive Bewertungen und die Tatsache, dass die Gewinnerwartungen wohl nicht mehr weiter nach unten revidiert werden, dürften Aktien in den kommenden Monaten voraussichtlich

stützen. **Wir empfehlen daher, das Portfoliobeta durch Positionen im Euroraum weiter anzuheben und in den USA Gewinne zu realisieren.**

Die nachlassende Risikoaversion, die attraktiven Kurs-Gewinnwachstums-Verhältnisse und die zuletzt ermutigenden Konjunkturdaten sprechen für ein höheres Engagement im Euroraum. Erstmals seit März 2001 deuten die Gewinnüberraschungen jetzt wieder auf eine Wachstumsbeschleunigung hin und signalisieren ein stärkeres Gewinnwachstum als ursprünglich gedacht. Zuvor hatten wir für 2012 einen Gewinnrückgang von 10% erwartet. Angesichts des leicht positiven Wirtschaftswachstums halten wir dies jetzt für unwahrscheinlicher. Der abnehmende Umsatzanstieg und der Druck auf die Margen dürften aber das Gewinnwachstum weiter dämpfen. Wir rechnen jetzt mit einer Gewinnentwicklung zwischen -5 und 0% im Jahr 2012. Alles in allem – und trotz der jüngsten Kursrallye – erscheinen Euroraum-Aktien billig. Gemessen am PEG-Ratio sind Euroraum-Aktien um 16% günstiger bewertet als internationale Aktien (Abbildung 4). **Wir empfehlen daher, den Euroraum jetzt überzugewichten.**

Abbildung 4

### US-Aktien sind teurer als Euroraum-Aktien PEG-Ratio im Vergleich



Quellen: Datastream, AXA IM Research

Auf der anderen Seite halten wir die Zeit jetzt für reif, in den USA Gewinne zu realisieren. Die überdurchschnittliche Wertentwicklung amerikanischer Aktien in den letzten Monaten hat dazu geführt, dass in ihren Kursen jetzt „alle wichtigen Informationen“ enthalten sind.

Wachstumsbereinigt sind amerikanische Aktien heute um 4% überbewertet. Auch könnte das unerwartet gute Beschäftigungswachstum die nach wie vor hohen Gewinnmargen unter Druck setzen. Dennoch erwarten wir für 2012 ein Gewinnwachstum von 5%. **Wir raten deshalb, die USA jetzt nicht mehr überzugewichten sondern sich hier nur noch neutral zu positionieren.**

An den Emerging Markets scheint das Schlimmste jetzt hinter uns zu liegen. Die Frühindikatoren signalisieren eine Konjunkturerholung, und die Gewinnrevisionen waren in den letzten vier Wochen wieder positiv. Ein hohes Umsatzwachstum aufgrund einer stabilen Binnennachfrage sowie hohe Gewinnmargen dürften 2012 für steigende Gewinne sorgen. In den kommenden zwölf Monaten erscheint uns daher ein Gewinnanstieg um etwa 10% realistisch. Dies entspricht auch den Fundamentaldaten. **Folglich empfehlen wir, die Emerging Markets weiter überzugewichten.**

Trotz der jüngsten Mehrerträge halten wir in **Japan eine Untergewichtung nach wie vor für außerordentlich sinnvoll.** Die Konjunkturdaten waren enttäuschend, und auch die Bewertungen bieten keine Unterstützung. Die wichtigsten positiven Faktoren, ein etwas schwächerer Yen und kosmetische Maßnahmen zum Ende des Fiskaljahres, sind wenig überzeugend, so dass wir unsere Haltung nicht ändern.

## Risiken für unsere Investmentstrategie

Das systemische Risiko, das sogenannte „Eurogeddon“, ist deutlich zurückgegangen, aber dafür sind wieder andere Faktoren in den Vordergrund getreten.

Die Umschuldung Griechenlands hat auch anderen Ländern mit schwachen Staatsfinanzen zweifellos einen Zeitgewinn beschert, noch aber gibt es große Zweifel an der langfristigen Schuldentragfähigkeit. Das Risiko ist also nicht völlig verschwunden, sondern nur vorübergehend in den Hintergrund getreten.

Auch steigende Ölpreise können der guten Stimmung den Garaus machen, denn das Konjunkturmilieu bleibt krisenanfällig. Eine längere Zeit mit höheren Rohstoffpreisen,

insbesondere Ölpreisen, würde die Herkulesaufgabe der Zentralbanken erheblich erschweren.

Bis jetzt haben Liquiditätsspritzen die Kurse risikoreicher Wertpapiere maßgeblich getrieben. Anzeichen einer deutlichen Verknappung der Liquidität würden daher zu großen Zweifeln an diesem Ausblick führen.

**Die Kombination all dieser Risiken spricht dafür, den Aktienteil des Portfolios zumindest teilweise abzusichern.**

## DISCLAIMER

*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.*