

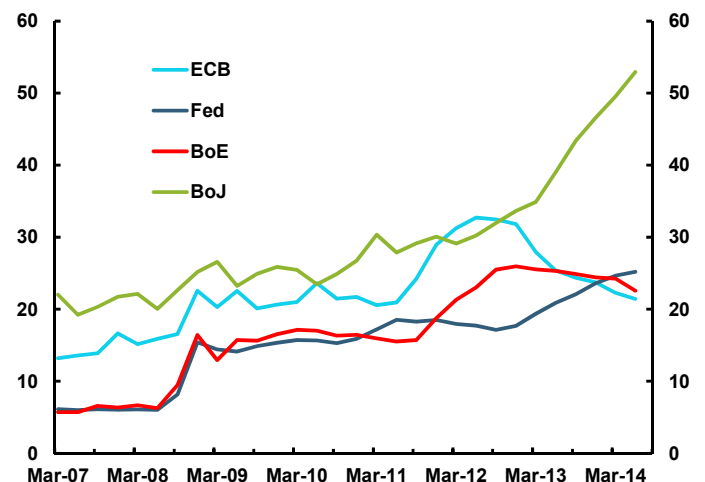
Quantitative Easing in den USA zu Ende: Die Normalisierung kann beginnen

BoJ und EZB werden weltweit für ausreichend Liquidität sorgen.

Im Überblick

- Gute Nachrichten aus den USA und China, düstere Aussichten für den Euroraum, Unsicherheit in Japan und Verbesserungen in den Emerging Markets sorgen für ein schwieriges Marktumfeld. Insgesamt dürfte die Weltwirtschaft weiter um 3¼% wachsen.
- Die Geldpolitik entwickelt sich auseinander. Das Quantitative Easing in den USA geht zu Ende, und sowohl hier als auch in Großbritannien rückt die erste Zinserhöhung näher. Im Gegensatz dazu ist die BoJ hyperaktiv geworden, und die EZB beginnt Wertpapiere zu kaufen. Diese Unterschiede werden sich weiter verstärken. Für den US-Dollar ist das gut.
- Im Oktober waren die Finanzmärkte hochvolatil. Wachstumssorgen und massive Shortpositionen haben die Kurse fallen lassen. Diese Volatilität dürfte anhalten und Folgen für Aktien und Anleihen haben.
- Wir behalten unsere Asset-Allokation bei und **bevorzugen risikoreichere Assetklassen gegenüber Staatsanleihen**. Hier halten wir US-Treasuries für weniger attraktiv und schätzen Euro-Staatsanleihen neutral ein. Bei Aktien setzen wir auf Asien.

„Alles was nötig ist“ auf Japanisch
Central banks balance sheets - % of GDP



Quelle: Datastream and AXA IM Research

Empfehlungen für die Asset-Allokation

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

▲ / ▼ Veränderung ggü. dem Vormonat

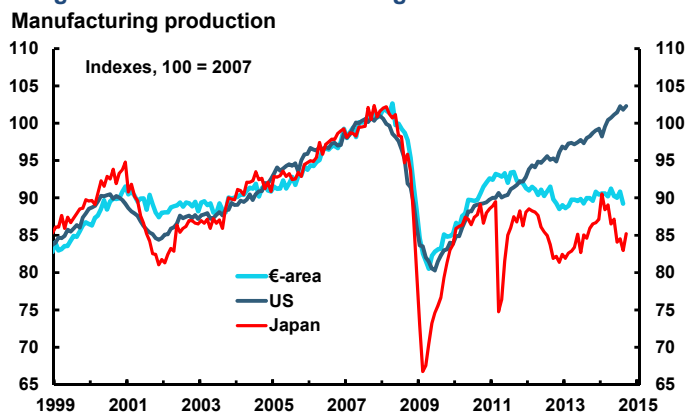
Quelle: AXA IM Research

Wachstumssorgen ertrinken in Liquidität

Die Märkte haben sich von ihren Oktobertiefs erholt (MSCI World: 7% Zuwachs in lokaler Währung, amerikanische 10-Jahres-Renditen: 2,3%). Aber das Tauziehen zwischen Wachstums- und Inflations Sorgen auf der einen und Liquidität auf der anderen Seite hält an. Jetzt hat die Liquidität wieder Oberwasser bekommen. Die Äußerungen und Maßnahmen der japanischen Notenbank (BoJ) zeigen dies deutlich. Die Fed ist indessen optimistischer und hat das Quantitative Easing beendet.

Mittlerweile sind die Märkte schon fast süchtig nach Liquidität. Grundsätzlich ist sie zwar etwas Gutes, aber zusätzliche Liquidität in Yen (vor allem günstig für Japan) oder in Euro (begrenzte Marktliquidität) ist sicher etwas anderes als eine Dollarschwemme. Die Gewöhnung an eine höhere **Volatilität scheint die einfache Antwort** zu sein. Außerdem vergrößern sich offenbar die **Wachstumsunterschiede zwischen den USA auf der einen sowie dem Euroraum und Japan auf der anderen Seite (Abbildung 1). Das spiegelt sich in der Geldpolitik wider.**

Abbildung 1
Der große Unterschied wird noch größer



USA: stetig und unaufhaltsam

Die ersten BIP-Schätzungen für das 3. Quartal waren sehr erfreulich, auch wenn 3,5% (annualisiert) recht hoch erscheinen. Die Verbraucherausgaben und die Unternehmensinvestitionen sind, wie in etwa von uns erwartet, um 0,4 und 1,2% gestiegen. Das entspricht einem Wachstumsbeitrag von 0,5 Prozentpunkten im 3. Quartal.

Obgleich die Konjunktur in den USA in den letzten vier Wochen kontinuierlich angezogen hat, stehen wir wohl erst in der Mitte des verlängerten Konjunkturzyklus. Die Erholung nach der großen Rezession war schwächer als in früheren vergleichbaren Situationen. Ursachen waren das geringe Lohnwachstum und die relativ hohen Sparquoten, die den Konsum gedämpft haben. Allerdings sprechen der **starke Arbeitsmarkt**, das **größere Verbrauchervertrauen** (86,9 nach 84,6 im September), niedrigere Gas- und Benzinpreise und günstige Finanzierungsbedingungen für eine **größere Konsumbereitschaft** in den kommenden Quartalen.

Die Industriekennzahlen waren im Oktober uneinheitlich, auch wenn die meisten Indizes kräftig gestiegen sind, was der US Surprise Gap Index bestätigt. Hinzu kommt, dass sich die Industrieproduktion im September erholt hat und ihren Rückgang im August mehr als wettmachte.

Wir erwarten deshalb für 2015 nach wie vor 2,7% Wachstum.

Euroraum holrig; Japan leidet unter Mehrwertsteuererhöhung

Im Euroraum signalisieren die Septemberzahlen und die Geschäftsklimaindizes im Oktober leichtes Wachstum, was die Rezessionsängste vom Monatsbeginn etwas dämpfte. Die erste Schätzung des Euroraum-BIP ist zwar erst in ein paar Wochen zu erwarten, aber die ersten Länderzahlen sind ermutigend: Die spanische Wirtschaft ist gegenüber dem Vorquartal um 0,5% gewachsen, die belgische um 0,2% und das österreichische BIP ist zumindest nicht zurückgegangen. Da wir auch in Deutschland und Frankreich ein leichtes Wachstum erwarten, dürfte Italien das einzige der wichtigeren Länder mit einem BIP-Rückgang sein.

Die meisten Einkaufsmanager- und Geschäftsklimaindizes signalisieren für das 4. Quartal Verbesserungen.

Konkret dürfte die Erholung weiter vom Konsum getrieben sein. Der Arbeitsmarkt stabilisiert sich und die Kreditbedingungen sind weniger streng. Tatsächlich könnten **die recht guten Ergebnisse der EZB-Bankenstresstests** für einen noch besseren Zugang zu Privatkrediten sorgen, was zumindest der September Bank Lending Survey andeutet. Trotz des jüngsten Ölpreisrückgangs erwarten wir weiter, dass die Euroraum-Inflation im September ihren Tiefpunkt erreicht hat. Im Januar dürfte sie wieder 1% betragen.

Die japanischen Zahlen für das 3. Quartal waren bislang enttäuschend. Nach einem schweren Einbruch im 2. Quartal (-7,1%, annualisiert) wird die erste Schätzung am 17. November veröffentlicht. Wir erwarten erneut einen Rückgang. Der Konsum hat sich nicht erholt, die Bautätigkeit bleibt schwach und die Industrieproduktion ist weiter gefallen, vor allem im Konsumgütersektor. Auch die Preise scheinen nachzugeben. Die Verbraucherpreisinflation ging zum dritten Mal in Folge auf 3,3% im September zurück. Der wöchentliche Hitotsubashi-Inflationsindex ist kontinuierlich gefallen. Die Markterwartungen stagnieren unterdessen. Die 5Y5Y-Inflationsswaps (ein Maß für die in fünf Jahren erwartete Fünfjahresinflation) kleben bei etwa 1,1% fest.

Enttäuschendes Wachstum der Emerging Markets

Gemessen an den Einkaufsmanagerindizes haben sich die Emerging Markets im letzten Monat etwas erholt. Wir erwarten, dass das Wachstum durch einen anziehenden Export an Dynamik gewinnt. Der saisonale Anstieg dürfte diesmal stärker ausfallen als in den letzten Jahren. Mittelfristig versprechen aber beispielsweise die schwächeren Gewinnerwartungen französischer multinationaler Konzerne wenig Gutes.

Die Ölpreise dürften längere Zeit niedrig bleiben. Das ist günstig für das Wachstum und gut für die Inflation in ölimportierenden Emerging-Market-Ländern. Zugleich werden ihre Leistungsbilanzdefizite zurückgehen, und die Unsicherheit aufgrund der Normalisierung der US-Geldpolitik wird nachlassen. Insgesamt ist das günstig für die Emerging Markets, auch wenn einige ölexportierende Länder, darunter Russland unter niedrigeren Exporterlösen leiden werden. Auch die Reformen in Indien und Indonesien sind gut für die Marktstimmung.

Bye bye QE, Konnichiwa XXL QQE

Wie allgemein erwartet hat der **Offenmarktausschuss der Fed (FOMC) die 3. Runde seines Quantitative Easings im Oktober beendet**. Er sprach auch weiter davon, die Zinsen „längere Zeit“ niedrig zu lassen. Aber die Konjunkturschätzung der Fed spricht eher für eine Normalisierung. In ihrer Erklärung schätzte die Fed den Arbeitsmarkt besser ein. Man verwies auf den stabilen Beschäftigungsanstieg sowie die niedrigere Arbeitslosenquote und fügte hinzu, dass der Arbeitskräfteüberschuss allmählich nachlässt. Dies signalisiert eine Veränderung gegenüber der letzten Einschätzung, dass der Überschuss „erheblich“ sei. Die Fed verwies auch darauf, dass sich die kurzfristigen Inflationsaussichten zwar verschlechtert hätten, aber das mittelfristige Risiko einer Unterschreitung des Zielwerts „etwas zurückgegangen“ sei. Man scheint also eher geneigt zu sein, die Geldpolitik zu straffen.

Angesichts der jüngsten Marktturbulenzen und des Rückgang der Wachstumserwartungen glauben wir aber immer noch, dass die Fed in ihren kommenden Sitzungen im Zweifel eine eher lockere Geldpolitik beibehält, damit die Investoren nicht zu früh mit einer ersten Zinserhöhung rechnen – es sei denn, die Konjunktur gewinnt sowohl in den USA als auch weltweit kräftig an Fahrt.

Nach dieser ersten leichten Änderung der Tonalität, gehen die Märkte jetzt davon aus, dass die Fed die Zinsen etwas früher erhöht als bislang erwartet. **Ursprünglich hatte man mit dem 4. Quartal 2015 gerechnet, aber direkt nach der Sitzung verwiesen die Kursbewegungen eher darauf, dass die erste Zinserhöhung jetzt schon im 3. Quartal erwartet wird.** Der jüngste Ölpreisrückgang dürfte das BIP-Wachstum in den nächsten Quartalen beflügeln, so dass sich der Arbeitsmarkt möglicherweise schneller erholt als die Fed vermutet. Möglicherweise zieht sie die Zinserhöhung also vor. Die Notenbank muss die niedrige kurzfristige Inflation gegen den höheren mittelfristigen Inflationsdruck (aufgrund höherer Arbeitskosten) abwägen. **Wir bleiben bei unserer Prognose, dass die Fed im Juni 2015 mit kleineren Zinserhöhungen beginnt.** Wir wissen aber auch, dass eine spätere Erhöhung wahrscheinlicher geworden ist. Auch eine weitere Dollaraufwertung hätte Auswirkungen auf unser Szenario.

Im Euroraum scheinen die Zweifel an den EZB-Plänen, für 1 Bio. Euro Wertpapiere zu kaufen, übertrieben zu sein. Die Notenbank wird zwar sehr langsam mit den Käufen beginnen und es gibt erhebliche technische Hürden, anderer-

seits hat es sich zuletzt als teuer erwiesen, die Entschlossenheit der EZB zu unterschätzen. Wenn sich unser Basis-Konjunkturszenario als richtig erweist, dürfte die Notenbank auf weitere Maßnahmen verzichten, so dass die Erwartungen an das Quantitative Easing enttäuscht würden. Sollte die Inflation aber weiter zurückgehen, wird die EZB **eher dazu tendieren Unternehmens- als Staatsanleihen zu kaufen.**

Schon nach der enttäuschenden EZB-Ratssitzung im Oktober gab es Gerüchte, **die Notenbank könnte ihre Wertpapierkäufe auf Unternehmensanleihen ausweiten. Unserer Meinung nach ist das denkbar**, wenn die EZB eine Bilanzausweitung ausschließlich durch gezielte langfristige Refinanzierungsgeschäfte (TLTROs) für schwierig hält. Am wahrscheinlichsten ist eine Entscheidung auf der Januarsitzung, wenn bekannt ist, inwieweit das Dezember-TLTRO in Anspruch genommen wurde. Wir sollten aber nicht unterschätzen, wie vorausschauend die EZB geworden ist: Eine Entscheidung schon im Dezember ist nicht ganz auszuschließen, wenn sich die Wertpapierkäufe als schwieriger erweisen oder die Konjunktur nachlässt. In jedem Fall stützen die Gerüchte über geplante umfangreiche Unternehmensanleihekäufe unsere Einschätzung, dass Staatsanleihekäufe sehr unwahrscheinlich sind.

Mit einer knappen Mehrheit von fünf zu vier Stimmen hat die **Bank of Japan beschlossen, ihr Quantitative und Qualitative Easing (QQE) auszuweiten.** Die Geldmenge soll jedes Jahr um 80 Bio. Yen steigen. Zunächst war ein Anstieg um 60-70 Bio. Yen geplant gewesen. Die Dauer des Programms wurde nicht festgelegt. Sie hängt davon ab, ob das Inflationsziel von 2% erreicht wird. Dazu wird die BoJ mehr Yen-Staatsanleihen, Aktien (ETFs) und REITs kaufen. Die angestrebte Duration der zu kaufenden Staatsanleihen wurde verlängert – von 6-7 auf 7-10 Jahre. Der Schritt selbst hat uns nicht überrascht, wohl aber der Zeitpunkt. Wir hatten ihn erst im Dezember oder Anfang 2015 erwartet.

Die Entscheidung der BoJ wurde zwar von den Märkten begrüßt, unterstreicht aber auch, wie sehr die Abenomics zurzeit von der Zentralbank abhängen. Die schwache Wirtschaft hat erneut eine Diskussion darüber ausgelöst, ob man die Mehrwertsteuer tatsächlich wie geplant im Oktober ein weiteres Mal erhöhen sollte. Einige Politiker scheinen sich für eine Verschiebung auf den April 2017 ausgesprochen zu haben. Auch kann die Abe-Regierung nach dem Rücktritt zweier Minister aufgrund von Korruptionsvorwürfen Strukturreformen weniger gut umsetzen. Wie wir bereits in früheren Analysen geschrieben haben¹, besteht das Hauptziel der Abenomics darin, die Erwartungen zu verändern – die Marktteilnehmer sollen wieder Vertrauen fassen. Deshalb ist die Umsetzung jedes einzelnen Punkts des Programms entscheidend: Nicht eingelöste Versprechen, ob in puncto Geldpolitik oder Reformen, gefährden die ganze Aktion.

Die Geldpolitik in den Emerging Markets ist eine Sache für sich. Dies zeigten die jüngsten Leitzinserhöhungen in

¹ Vgl. Alimi, M., "[Japan: one year on, still in midstream](#)", AXA IM Research, 24. April 2014

Brasilien und Russland, die die Währungen stärken sollen. Letzte Woche, nur wenige Tage nach der Präsidentschaftswahl in Brasilien, die Dilma Rousseff knapp gewann, überraschte die Notenbank mit einer Zinserhöhung um 25 Basispunkte auf 11,25%. Auch die russische Zentralbank erhöhte letzte Woche die Zinsen – um 150 Basispunkte auf 9,50%.

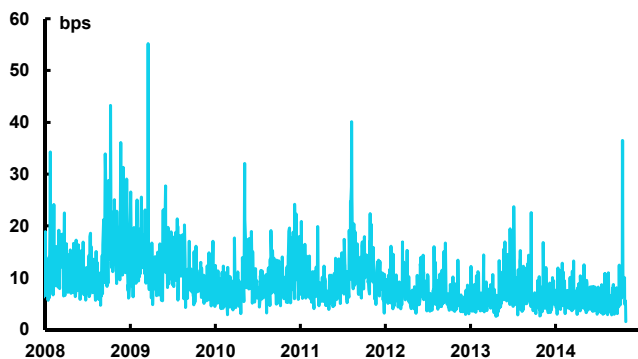
Wir gehen davon aus, **dass diese beiden Notenbanken ihre Geldpolitik noch weiter straffen**. Die Märkte haben nicht auf die Präsidentschaftswahlen in Brasilien reagiert, weil sie offensichtlich nicht mit den dringend nötigen Strukturreformen rechnen. Ohne Reformen kann das Land aber nicht seine Wettbewerbsfähigkeit steigern, die Staatsausgaben begrenzen und die Inflation unter Kontrolle halten. Auch in Russland könnten aufgrund weiterer Sanktionen und zusätzlichen Abwertungsdrucks weitere Zinserhöhungen nötig sein. **In andern Emerging Markets senken die Zentralbanken die Zinsen weiter**, beispielsweise in Rumänien und Chile, wo die Inflation unter dem Zielwert liegt und die Wirtschaft stagniert.

Mehr Volatilität: unerwünschte Folge des Versuchs, das System sicherer zu machen

In der dritten Oktoberwoche ist die Marktvolatilität erheblich gestiegen. Das plötzliche Interesse an „mehr Qualität“ hat die US-Treasury-Renditen unter 2% fallen lassen. Die Tagesschwankungen der Renditen zehnjähriger Treasuries am 15. Oktober waren noch verblüffender (*Abbildung 2*). In der Vergangenheit hatten derart starke Tagesschwankungen folgende Ursachen:

- 1) wichtige Nachrichten von Zentralbanken wie die Ankündigung von Treasury-Käufen der Fed im Rahmen des Quantitative Easings im März 2009 oder die Einführung regelmäßiger Prognosen im August 2011
- 2) Marktverzerrungen wie nach dem Zusammenbruch von Lehman im September 2008, der Katastrophe vom 11. September und dem Enron-Skandal Ende 2001

Abbildung 2
Tagesschwankungen so stark wie bei 5-Sigma-Ereignissen
US 10Y rate daily trading range



Quellen: Bloomberg und AXA IM Research

Eine Verschlechterung der Konjunktur hat bislang selten solche Verzerrungen ausgelöst, aber zugegebenermaßen mussten die Märkte diesmal eine ganze Flut enttäuschender Zahlen verarbeiten. Der World Economic Outlook des IWF, schwache Einzelhandelsumsätze in den USA, der Empire

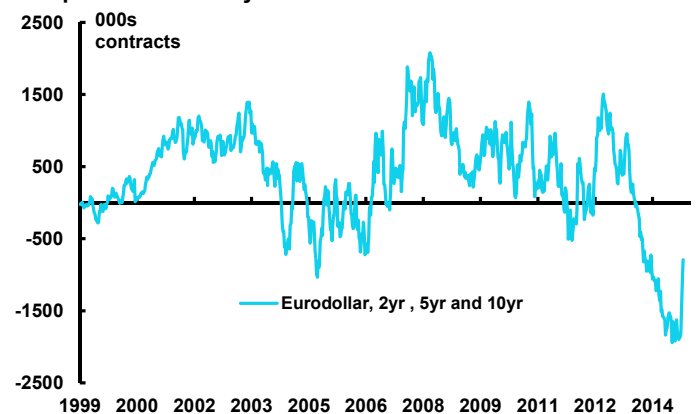
State Manufacturing Index, das Protokoll der Septembersitzung der Fed und die Industrieproduktion in Deutschland waren allesamt eingebrochen. Dennoch sprechen die Konjunkturdaten für 2,5-3% Wachstum in den USA, und das Risiko einer bevorstehenden echten Rezession ist minimal.

Auch die **uneinheitlichen Äußerungen der Fed über die zukünftige Geldpolitik haben die Investoren verunsichert**. Am Wochenende des 11./12. Oktobers sagte Vize-Vorsitzender Stanley Fischer, dass die Zinserhöhungen verschoben werden könnten. Schlimmer noch waren Berichte, dass der Vorsitzende der San Francisco Fed John Williams Hinweise auf eine weitere Quantitative-Easing-Runde gegeben habe.

Maßgeblich beeinflusst hat die Märkte aber die Kombination aus extremen Shortpositionen und mangelnder Markttiefe – eine direkte Folge der neuen Finanzmarktregulierungen nach dem Lehman-Zusammenbruch.

Anfang Oktober spiegelten die **Märkte eine kurz bevorstehende Zinserhöhung durch die Fed so stark wider wie nie zuvor** (*Abbildung 3*). Nach Angaben der Commodity Futures Trading Commission überschritten die spekulativen Shortpositionen in Euro-Dollar-Kontrakten (fast 1.300.000), Treasuries mit 2, 5 und 10 Jahren Laufzeit (186.555 Kontrakte mit 26 Mrd. USD Nennwert bei Fälligkeit) 1,5 Millionen, was einem 3-Sigma-Ereignis entspricht. Über die Hälfte der Shortkontrakte in US-Treasuries (mehr als 15 Mrd. USD Nennwert) wurden aufgrund der schwachen Konjunktur und/oder der Äußerungen der Fed geschlossen. Das Jonglieren mit Positionen von 15 Mrd. Euro² allein würde allerdings allein keine so starken Tagesschwankungen auslösen können.

Abbildung 3
So viele spekulative Short-Positionen wie noch nie
Net positions on US yield curve



Quellen: Datastream, Bloomberg und AXA IM Research

Nach dem Lehman-Zusammenbruch wurde eine Vielzahl von Strukturreformen vorgenommen, darunter Dodd Frank und vor allem die Volcker-Regel, die Ende letzten Jahres in Kraft trat und den Eigenhandel einschränkt. Hinzu kamen strengere Eigenkapitalanforderungen, die mehr Einschränkungen für

² Nach Angaben von Securities Industry and Financial Markets Association beträgt das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen von Treasuries insgesamt 500 Mrd. USD; am 15. Oktober war es auf etwa 950 Mrd. USD gestiegen.

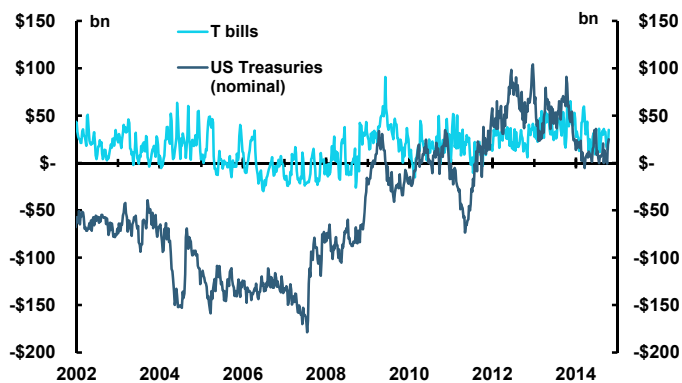
Händler bedeuteten. Diese Vorschriften sollten in problematischen Marktphasen für mehr Stabilität sorgen. Unserer Ansicht nach scheinen sie aber in Stresssituationen nach hinten loszugehen. Die Positionen der Market Maker für US-Staatsanleihen wurden völlig auf den Kopf gestellt (Abbildung 4). **Sie können längst nicht mehr so hohe Risiken in ihren Büchern haben.**

Vor der Finanzkrise **versorgten sie bei starken Schwankungen sowohl Käufer als auch Verkäufer mit Liquidität.** Aber die Positionen der Händler haben sich strukturell verändert und sind in den letzten Jahren immer weiter zurückgegangen. Anfang Oktober hatten sie nur noch magere 35 Mrd. USD in ihren Büchern. Wenn die Schwankungen am 15. Oktober überhaupt eine erkennbare Ursache hatten, dann waren das die Staatsanleihe-Händler, die ihre Treasury-Positionen um 27,8 USD auf 63,8 Mrd. USD erhöhten.

Abbildung 1

Positionierung der Staatsanleihehändler grundlegend verändert

Primary Dealers US Treasury positions



Quellen: Datastream, Bloomberg und AXA IM Research

Mittlerweile hat sich die Positionierung wieder normalisiert, so dass die unerwünschten Folgen des Versuchs, das System sicherer zu machen, abgenommen haben. **Dennoch wird man die Positionen der Händler in Zukunft sehr sorgfältig beobachten müssen, weil eine solche Situation jederzeit wieder vorkommen kann. Unser Rat: Bereiten Sie sich auf mehr Volatilität vor.**³

Investmentstrategie

Neben strukturellen Veränderungen werden die Märkte auch den Übergang von der Liquiditätsabhängigkeit zu einer nur langsamen Erholung der Konjunktur bewältigen. Wir haben lange argumentiert, dass das Wachstum die Aktienkurse bestimmt und Liquidität „nur“ den Anstoß zur Überwindung der Rezession geben kann, wenn auch einen sehr kräftigen.

Trotz des schwachen Wachstums sind wir nach wie vor der Ansicht, dass in Zukunft die Unternehmensgewinne – wir erwarten ein Wachstum der Gewinne je Aktie um 5-10% – die Rolle der Liquidität als marktbestimmende Größe überneh-

men werden. Dazu muss die Industrieproduktion (unsere bevorzugte Kennzahl) wachsen. Zurzeit steigt sie um weniger als 3%. **Die Voraussetzungen für nachhaltiges Wachstum, so unsere Überzeugung, sind bereits geschaffen.** Niedrige Rohstoffpreise, bessere Finanzierungsbedingungen und noch immer niedrige Arbeitskosten sind die wichtigsten Gründe für ein **anhaltendes Interesse an risikoreichen Assetklassen** – auch wenn die Bewertungen, zumindest absolut betrachtet, ein wenig zu hoch sind. Im Vergleich zu Anleihen sind sie es nicht. **An unseren Empfehlungen hat sich deshalb nichts geändert: kurzfristig neutral positionieren, mittelfristig übergewichten.**

In Staatsanleihen bleiben wir kurz- und mittelfristig untergewichtet, vor allem aufgrund unserer vorsichtigen Einschätzung von Treasuries. Da die Fed das Kapitel Quantitative Easing abgeschlossen hat und mehr Wachstum erwartet, werden die Marktteilnehmer sowohl die Konjunkturdaten als auch die Äußerungen der Fed zum Zeitpunkt der ersten Zinserhöhung sehr genau verfolgen. Für uns bedeutet dies, dass der traditionelle Zusammenhang zwischen Geldpolitik und Zinsstrukturkurve wieder hergestellt wird. Wir gehen davon aus, dass die Renditen zehnjähriger Treasuries nächstes Jahr wieder steigen werden (auf 3% bis Ende 2015) und bleiben bei US-Staatsanleihen vorsichtig. Die Kombination aus einer extrem lockeren EZB-Politik und nur schwachem Wachstum rechtfertigt **eine neutrale Positionierung in deutschen Staatsanleihen.**

Auch für Unternehmensanleihen schlagen wir eine insgesamt neutrale Gewichtung vor. Unserer Ansicht nach wird das zu erwartende schwache, aber steigende Wachstum für niedrige Ausfallquoten sorgen. Das Interesse an höheren Renditen wird die Assetklasse maßgeblich bestimmen.

Aktien: Asien bevorzugt

Die laufende Berichtssaison war bislang erfreulich. Das Gewinnwachstum war mit 5% (USA) bzw. 4,5% (Europa) besser als erwartet, und bislang war in beiden Regionen der Umsatz von 60% aller Unternehmen höher als gedacht – eine nette Überraschung. Wir denken zwar noch immer, dass sich Aktien aus den USA und dem Euroraum kurzfristig ähnlich entwickeln werden, aber **mittelfristig sind wir für Euroraumaktien optimistisch.**

In **japanischen Aktien** bleiben wir übergewichtet. **Die Unternehmensgewinne steigen, die Bewertungen sind attraktiv und der Yen ist schwach.**

Niedrigere Rohstoffpreise und die Aussicht auf eine restriktivere Geldpolitik in den USA bestätigen uns darin, **die Emerging Markets außerhalb Asiens unterzugeschichtet.** **Für asiatische Emerging Markets bleiben wir aber optimistisch.** Im Vergleich zu den anderen Ländern ist die Region relativ immun gegen Veränderungen der US-Geldpolitik.

³ Vgl. Argou, P., Signori, O., und L'Hoir, M., "[Higher volatility is here to stay](#)", AXA IM Research, 23. Oktober 2014

Risiken

- **Auswirkungen der Volatilität der Finanzmärkte auf die Realwirtschaft**, so dass sich die Wachstumsaussichten verschlechtern
- **Erneute Verschärfung der Krise in der Ostukraine**
- **Instabilität im Nahen Osten**; weltweite **Terroranschläge**
- Politische **Instabilität in Europa**
 - 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
- **Verbreitung von Ebola** auch in den **Industrieländern**, mit weitaus schlimmeren Folgen als SARS in Asien

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.