

Vertrauen
muss verdient werden

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Mai 2018

Global Investment Views



**Pascal
BLANQUÉ**
Group Chief
Investment Officer



**Vincent
MORTIER**
Deputy Group Chief
Investment Officer

Investieren bei schlechter Sicht

2017 waren die geopolitischen Risiken an den Finanzmärkten kein großes Thema. Man sah eher ein Goldilock-Szenario mit moderatem Wachstum, moderater Inflation und niedrigen Zinsen. In einem Umfeld, das bereits jetzt volatil wird – weniger akkommodierende Zentralbanken, anspruchsvolle Bewertungen, neue endogene und technische Gegebenheiten (weniger Liquidität, „crowded trades“), braucht es keine signifikante Verschiebung der Fundamentaldaten, um heftige Marktbewegungen auszulösen. Es reicht der Flügeltschlag eines Schmetterlings. Zum Redaktionsschluss dieses Papiers dominierten **geopolitische Ereignisse** die Nachrichten. Diese neuen Spannungen kommen zu einer Zeit, in der die Handelsstreitigkeiten weiterhin im Vordergrund stehen. Hinzu kommen mehrere politische Brennpunkte. Die erste ist die Beziehung zwischen den USA und China, wo der Schwerpunkt nun auf den Praktiken des Transfers von Technologie und geistigem Eigentum liegt. Die zweite Front betrifft die USA und Russland angesichts neuer Sanktionen und vor allem der zunehmenden Spannungen in Syrien und der Instabilität im Nahen Osten. An den Finanzmärkten führen diese Spannungen zu häufigen Schwankungen und Zuflüssen in vermeintliche Safe-Haven-Anlagen (Gold, Staatsanleihen) und zu höheren Ölpreisen mit der Folge zusätzlicher Ungewissheit im Hinblick auf die Geldpolitik. Die Zentralbanken stehen ohnehin bereits vor der Frage, wie schnell sie die lockere Politik zurückfahren können. Einige aktuelle Wirtschaftsdaten und Umfragen lassen nämlich eine leichte Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit erkennen, während das Inflationsrisiko zu steigen scheint – möglicherweise verstärkt durch die geopolitischen und handelspolitischen Spannungen. Wir sehen im Wesentlichen drei Möglichkeiten, wie Investoren durch diesen „Nebel“ navigieren können. **Erstens** gilt es, sich auf den makroökonomischen Hintergrund zu konzentrieren und zwischen Störgeräuschen und fundamentalen Entwicklungen zu unterscheiden. Es gibt keine Anzeichen für eine starke konjunkturelle Abschwächung, obwohl sich die Anzeichen dafür mehren, dass das globale Wachstum an Dynamik verliert und wohl seinen Höhepunkt erreicht hat. Die Fiskalstimuli in den USA sowie prozyklische Maßnahmen in der Eurozone und in Japan können die Länge und die Amplitude des Zyklus zwar beeinflussen, die gegenwärtige Zyklusdynamik sollte sich aber dennoch fortsetzen. Für die Zukunft wird es entscheidend sein, zwischen rein zyklischen und strukturellen Faktoren zu unterscheiden, um das kurzfristige Risikoumfeld zu verstehen und gleichzeitig die langfristigen Kräfte an den Finanzmärkten zu betrachten. Alles in allem bedeutet dies eine moderate und vorsichtige Präferenz für Risk Assets, verbunden mit einem Fokus auf kurze Duration. Dabei sollte ein Exposure in die zyklischen Kräfte und das Exposure in zyklische Faktoren sowie Faktoren der Sektor- und Stilrotation kombiniert werden, wobei die Portfolios schrittweise für den nächsten Performance-Zyklus vorbereitet werden sollen. Dies führt direkt **zur zweiten Möglichkeit**, wie man durch diese Phase navigieren kann: Es handelt sich um Strategien mit hoher Flexibilität und diversifizierten Renditequellen. Wir gehen davon aus, dass sich die Spätphase dieses Zyklus noch weiter ausdehnen wird. Daher müssen die Anleger bereit

sein, sich auf verschiedene Szenarien einzustellen, dabei eine Vielzahl an Indikatoren überwachen, und schnell handeln, wenn es negative Signale gibt. Der **dritte Schwerpunkt** für langfristige Investoren ist die Suche nach den Bottom-up-Möglichkeiten mit den besten Ertrags-Risiko-Profilen in allen Bereichen. Dies bedeutet, Branchentrends, wie z.B. Regulierung oder disruptive Technologien, aufzudecken, oder länderspezifische Entwicklungen in den Schwellenländern zu erkennen, um so Gewinner und Verlierer zu identifizieren.

High-Conviction-Ideen

- **Multi-Asset:** Wir halten an unserer leicht positiven Einschätzung für Risky Assets fest, da die Fundamentaldaten nach wie vor unterstützend sind. Die zunehmenden Handelsstreitigkeiten und die Verschlechterung des Makro-Momentums legen jedoch in der Spätphase des Finanzzyklus eine defensivere und gut diversifizierte regionale Aktienallokation innerhalb der USA, Europas und Japans sowie ein geringes direktionales Exposure nahe.
- **Anleihen:** Die Spannungen am Rentenmarkt haben sich infolge des höheren geopolitischen Risikos vorübergehend beruhigt, die zyklische Konsolidierungsphase ist jedoch intakt. Eine vorsichtige Ausrichtung der Duration und ein Fokus auf den Kapitalerhalt sind nach wie vor entscheidend. Im Credit-Bereich halten wir eine stärkere Fokussierung auf Titelauswahl und Liquiditätsmanagement für notwendig. Am Devisenmarkt könnte es kurzfristig zu einer gewissen Erholung des Dollars kommen, mittelfristig zeigen die Vorzeichen jedoch nach unten.
- **Aktien:** Trotz der geopolitischen Risiken bleiben wir für globale Aktien konstruktiv. Die zyklische Gewinnlage der Unternehmen ist unterstützend, aber weitgehend eingepreist, es sei denn, es kommt bei der Ertragslage zu einer strukturellen Veränderung. Die Marktbewertungen scheinen nun auf breiter Front attraktiver zu sein, auch wenn die Volatilität anhält. Die EM sind angesichts des stabilen Dollar und eines positiven Rohstoffausblicks weiterhin in Einzelfällen attraktiv. Russland birgt unserer Einschätzung nach ein geringes Risiko eines Ansteckungseffekts.
- **Real Assets:** Private Debt aus Europa kann das Spektrum der Diversifizierungsmöglichkeiten erweitern. Um jedoch die Illiquiditätsprämie zu nutzen, ist ein angemessener Anlagehorizont notwendig. Zudem bedarf es einer strengen Titelauswahl mit Fokus auf Werte mit starkem Cashflow

MAKRO &
STRATEGIE

**Philippe
ITHURBIDE**
Global Head of Research



**Monica
DEFEND**
Head of Strategy,
Deputy Head of
Research



**Didier
BOROWSKI**
Head of
Macroeconomic
Research

Entkoppeln sich USA und Eurozone?

In Europa sind seit kurzem ein paar Wolken am Himmel zu sehen und zwar in Form von niedrigeren Werten bei den Vertrauensumfragen und einem Anstieg des Ölpreises. In den USA sind hingegen die meisten Signale weiterhin positiv: Es steht zu erwarten, dass die Konjunktur – unterstützt von fiskalischen Stimuli anzieht. Sollte die konjunkturelle Entwicklung auf beiden Seiten des Atlantiks weiter auseinanderdriften, dürfte dies die Divergenzen in der Notenbankpolitik verstärken.

Der Eurozone Economic Surprise Index ist weiter in den negativen Bereich gerutscht und fiel auf den niedrigsten Stand seit Sommer 2012. Dieser Index ist sicherlich kein Frühindikator, der sehr deutliche Rückgang deutet jedoch darauf hin, dass die Wachstumserwartungen zu hoch waren und es möglicherweise immer noch sind. Es gilt zu beachten, dass der Konsens für die Eurozone in 2018 ein Wachstum von 2,4% erwartet.

Auch der Rückgang der Umfragenindizes (Einkaufsmanagerindex, ZEW-Index in Deutschland) bestätigt, dass der Wachstumshöhepunkt überschritten ist.

Schließlich ist der Ölpreis auf 75 USD/Barrel (Brent) gestiegen, den höchsten Stand seit November 2014. Gründe sind die Spannungen im Nahen Osten, ein Rückgang der US-Bestände und die Bereitschaft der OPEC-Länder (insbesondere Saudi-Arabiens), den Preis auf zwischen 80 und 100 USD/Barrel anzuheben. Obwohl der Anstieg des Ölpreises in Euro durch die Aufwertung der europäischen Währung gedämpft wurde, hat der Preis für ein Barrel in Euro den höchsten Stand seit fast drei Jahren (60 EUR) erreicht. Sollte er sich fortsetzen, könnte der Anstieg des Ölpreises die Wirtschaftstätigkeit in der Eurozone sicherlich stärker beeinträchtigen als in den Vereinigten Staaten. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere BIP-Wachstumsprognosen für die Eurozone in diesem Jahr leicht nach unten korrigiert, von 2,4% auf 2,3% im Jahr 2018 und von 2,0% auf 1,9% im Jahr 2019 (allerdings ohne Berücksichtigung des jüngsten Ölpreisanstiegs). Wir glauben nicht, dass dies ein Wendepunkt für die Eurozone ist. Es gilt zu beachten, dass das Wachstum auf diesem Niveau immer noch mehr als einen vollen Prozentpunkt über seinem Potenzial liegen würde.

Der Euroraum verfügt weiterhin über gute Aussichten für die Binnennachfrage. Die jüngsten Lohnerhöhungen in Deutschland sollten beispielsweise die Kaufkraft und den Binnenkonsum stützen. Darüber hinaus ist der Welthandel im historischen Vergleich robust und

zuversichtlich geblieben, auch wenn er zurückgegangen ist.

Allerdings stellen wir fest, dass das Geschäftsklima in der Eurozone empfindlicher auf externe Schocks reagiert als in den USA. Die Androhung protektionistischer Maßnahmen durch Donald Trump ist für viele Europäer, vor allem die Deutschen, deren größter Exportmarkt die USA sind, besorgniserregend. Die Kombination aus protektionistischen Maßnahmen und einem Anstieg der Ölpreise wäre ein gefährlicher Cocktail für die Wirtschaftstätigkeit, ganz zu schweigen davon, dass sie die Zentralbanken wegen der Auswirkungen auf die Inflation in Schwierigkeiten bringen würde. Dies könnte die Fed zu weiteren Zinserhöhungen ermutigen, während es den Normalisierungsprozess in der Eurozone wahrscheinlich verzögern würde.

Kursschwankungen mit geringen direktionalen Risiken

Die Aktienmärkte reagierten reflexartig und mit Kursschwankungen auf mögliche Risiken. Anleger erwarten weniger lockere finanzielle Rahmenbedingungen, die Stimmung ist nervös. Der Markt scheint seine Selbstzufriedenheit abgelegt zu haben, in dieser neuen Phase steht Kapitalschutz ebenso im Mittelpunkt wie eine Reduzierung der Konzentrationsrisiken und ein niedriges direktionales Risiko-Exposure in Multi Asset-Portfolios. Relative Value-Strategien sind entscheidend, eine directionale Ausrichtung halten wir dagegen für weniger geeignet. Einzelne Länder sind in ihrem Konjunkturzyklus unterschiedlich weit fortgeschritten, daher werden Abweichungen in der Geldpolitik weiter großen Einfluss haben. Das Marktumfeld wandelt sich, auch strukturelle Veränderungen spielen eine Rolle (Schulden, Regulierung, digitale Innovation). Multi Asset-Anleger sollten daher ihre kurzfristigen Überzeugungen (über Wochen bis wenige Monate) im Hinblick auf Überraschungen bei den Ertragszahlen/Momentum oder Dislokation mit mittelfristigen Themen kombinieren (intrinsischer Wert nach Fundamentaldaten, Branchenumwälzungen, strukturelle Veränderungen in Schwellenländern). So können sie ihre Renditequellen diversifizieren und sowohl kurz- als auch langfristige Risiken steuern.

High-Conviction-Ideen

Wir bewerten Risikoaktiva weiterhin positiv: Die Fundamentaldaten sind noch immer solide, außerdem haben die Bewertungen noch kein extremes Niveau erreicht und sind nach den letzten (moderaten) Korrekturen wieder attraktiver. Steigende Spannungen in der Handelspolitik und eine mögliche Verlangsamung des Wachstums sprechen jedoch für eine defensive und diversifizierte regionale Aktienallokation in den USA, Europa und Japan. Wir sind optimistisch für japanische Banken und US-Energieunternehmen (die von dem letzten Anstieg der Ölpreise profitieren dürften). In den Schwellenländern bewerten wir unsere Anlageempfehlung zu Russland (relativ zu anderen Schwellenländern) neu, nachdem die politischen Risiken in dem Land zuletzt deutlich gestiegen sind. China bewerten wir weiterhin positiv. Grundlage unserer Einschätzung ist der Übergang des Landes hin zu einer reiferen Volkswirtschaft. Europäische Unternehmensanleihen haben sich bisher als ziemlich solide erwiesen, weshalb wir auch für diesen Markt optimistisch sind. Bei Staatsanleihen erwarten wir in unserem Basisszenario weiterhin

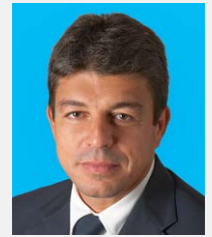
steigende Break Even-Zinsen bei zehnjährigen Laufzeiten in Europa sowie in den USA und Japan, da unsere Makro-Prognosen für einen langsamen, aber kontinuierlichen Anstieg der Preisdynamik sprechen. Wir erwarten außerdem eine Verschiebung der deutschen Zinskurve noch in diesem Jahr und halten es für angebracht, sich entsprechend aufzustellen (durch Short-Positionen bei Bundesschatzanweisungen und Bundesanleihen). Die US-Zinskurve halten wir derzeit für zu flach. Der Markt sollte höhere Prämien für Inflationsrisiken einpreisen, zumal die jüngsten Daten eine unerwartet hohe Inflation ausgewiesen haben und das Haushaltsdefizit aller Wahrscheinlichkeit nach ansteigen wird.

Am Devisenmarkt bewerten wir das britische Pfund vorsichtig (sowohl gegenüber dem Dollar als auch dem Euro), und sehen diese Einschätzung als eine natürliche Absicherung gegen Brexit-Risiken. In Schwellenländern sind wir optimistisch für die chinesische Währung (gegenüber EUR und USD). Der Renminbi profitiert von guten Makro-Fundamentaldaten, einer insgesamt angemessenen Bewertung und positiven technischen Faktoren wie einem positiven Carry-Wert. Außerdem sind chinesische Onshore-Bonds in den globalen Anleiheindex aufgenommen worden und könnten so Kapital anziehen.

Risiken und Absicherung

Im aktuellen Umfeld ist eine dynamische Risikoabsicherung entscheidend. Risiken durch Protektionismus und Handelssteuern könnten sich durch SPX Put-Optionen und Long-Positionen im japanischen Yen (gegenüber dem Australischen Dollar) absichern und Volatilität dadurch reduzieren lassen. Gegen geopolitische Risiken könnte ein Gold-Exposure helfen. Bei Unternehmensanleihen raten wir Anlegern, insbesondere auf Liquiditätsrisiken und Risiken durch wachsende Credit Spreads zu achten. Die Bewertungen haben in dieser Assetklasse ein sehr hohes Niveau erreicht. Die Folgen weiterer Volatilitätsausschläge könnten Anleger abfedern, indem sie das Marktsegment absichern, das besonders anfällig für einen Risk-Off-Modus ist (High Yield). Die hier beschriebenen Hedging-Strategien sollten das Portfolio auch im Falle einer plötzlichen und unerwarteten Konjunkturabkühlung schützen.

MULTI-ASSET



**Matteo
GERMANO**
Head of Multi-Asset

FIXED INCOME



**Eric
BRARD**
Head of Fixed Income



**Mauro
RATTO**
Head of Emerging
Markets



**Kenneth J.
TAUBES**
CIO of US Investment
Management

Divergente Kräfte erfordern mehr Flexibilität

Überblick

Der Zinsanstieg hat eine Pause eingelegt, was jedoch scheinbar mehr auf die Flucht in sichere Anlagen zurückzuführen ist als auf eine Veränderung der Fundamentaldaten. Der Wachstumsausblick ist weiterhin gut, auch wenn bestimmten Wirtschaftsindikatoren im März ihren Höhepunkt überschritten haben. Wir sehen darin Anzeichen einer Wachstumsstabilisierung auf hohem Niveau und den Eintritt in die Spätphase des Konjunkturzyklus, nicht jedoch eine Veränderung der gesamtwirtschaftlichen Situation. Die pro-zyklische Fiskalpolitik der USA in einer Phase positiver Stimmung erhöht das Risiko steigender Inflation. Vier von sechs US-Inflationstreibern (Einzelhandels- und Produzentenpreise, Lohnkosten und Rohstoffpreise) erreichen mittlerweile die Gefahrenzone. In Anbetracht dieser gegensätzlichen Entwicklungen und der rapiden Veränderung im Marktumfeld sollten Anleger flexibel bleiben und ihre Renditequellen diversifizieren. Unternehmensanleihen sind ebenso wie EM-Anleihen weiter eine gute Quelle für Carry-Gewinne. Auch inflationsgeschützte Anlagen sind wichtig, außerdem Währungsstrategien ohne Kredit-, Durations- und Liquiditätsrisiken.

Staatsanleihen Industrieländer

Staatsanleihen aus allen wichtigen Industrieländern sind weiterhin unattraktiv. Die restriktivere Politik der Federal Reserve und der expansivere Kurs der EZB weichen immer weiter voneinander ab, Gradualismus ist daher das zentrale Element, sowohl in der Strategie als auch in der Kommunikation von Zentralbanken. Insgesamt erkennen wir weiterhin einen deutlichen Willen aufseiten der Währungshüter, die exzessiv-expansive Geldpolitik zurückzufahren. Die Fed könnte in diesem Jahr noch aggressiver vorgehen, sofern sich die geopolitische Lage nicht verschärft. Anleger sollten weiterhin Positionen mit kurzer Duration übergewichten, insbesondere in der Eurozone und in Japan. Die US-Zinskurve ist weiterhin extrem flach, der Kreditspread zwischen zwei- und zehnjährigen Laufzeiten liegt nahe seinem Vorkrisenniveau. Verantwortlich dafür sind das Zusammenwirken der Flucht in sichere Anlagen am langen Ende der Zinskurve und der Druck auf kurzfristige Laufzeiten. Durch die expansive Haushaltspolitik der US-Regierung und steigende Ölpreise könnten die US-Zinsen weiter unter Druck geraten.

Unternehmensanleihen Industrieländer

Durch das Risk-On/Risk-Off-Wechselspiel haben sich die Credit Spreads ausgeweitet. Die Fundamentaldaten sind jedoch weiterhin positiv

und größere Ungleichgewichte nicht in Sicht, weshalb sich der Markt relativ stabil zeigt. In den USA haben sich nach den letzten Spread-Bewegungen Chancen für ein selektives Exposure auf IG-Unternehmensanleihen ergeben. Dies gilt für bestimmte Sektoren, in denen die Korrekturen über das Ziel hinausgeschossen sind – insbesondere solche, die von steigenden Ölpreisen profitieren. Die Ausfallprognosen am High Yield-Markt sind weiterhin flächendeckend gut, auf taktischer Ebene ließen sich durch die Ausweitung der Credit Spreads zusätzliche Renditequellen erschließen. In einer volatileren Marktphase sollten Anleger stärker diversifizieren (Kredite, Katastrophenanleihen, verbriefte Wohnbauhypotheken) und sich auf die Wertpapierauswahl konzentrieren.

EM-Anleihen

Idiosynkratische Entwicklungen stehen im Mittelpunkt. Russische Vermögenswerte kommen durch Sanktionen unter Druck, das Risiko einer Ausbreitung ist jedoch begrenzt. Günstigere Kurse könnten Chancen für taktische Investments eröffnen. Die unerwartet schnelle Aufnahme chinesischer Staatsanleihen in den Bloomberg Global Aggregate Index wurde von Anlegern und China selbst als Zeichen einer weiteren Liberalisierung der chinesischen Finanzmärkte begrüßt. Die bessere Stimmung kam auch in der Aufwertung des Renminbi gegenüber dem USD zum Ausdruck. Positive Entwicklungen zeichnen sich in Lateinamerika ab (Brasilien, Kolumbien und Mexiko), die Türkei und Indien könnten dagegen durch steigende Ölpreise unter Druck geraten. Trotz einer moderaten Spread-Ausweitung (EMBI Index) ist die Assetklasse noch immer attraktiv für Carry-Strategien mit klarem Fokus auf Länder- und Wertpapierauswahl.

Währungen

Der Abwertungsdruck des USD gegenüber den G10-Währungen wird mittelfristig nicht abnehmen. Der JPY profitiert von seinem Status als sicherer Hafen, für das Pfund Sterling sind wir weiterhin skeptisch.

Fundamentaldaten als Kompass in volatilen Märkten

Überblick

Die zweite Stufe der Kursverluste hatte am Markt Rotationen zur Folge, die Outperformance zyklischer gegenüber defensiven Aktien ist vorläufig gestoppt. Aus unserer Sicht ist es jedoch zu früh für eine strukturelle Themenrotation, die für zyklische Werte günstige Entwicklung ist noch nicht definitiv vorbei. Derzeit stehen die Stimmungsindikatoren auf neutral (nicht auf negativ), Anleger haben keine massiven Barreserven angelegt und die Bewertungen werden überall attraktiver, insbesondere in Europa und Japan. Wir sind weiterhin optimistisch für Aktien und sehen dies durch die Fundamentaldaten bestätigt (Ertragswachstum).

Europa

Die Fundamentaldaten haben sich nicht wesentlich verändert, in dieser neuen, volatilieren Marktphase kommt es jedoch zu geringfügigen Neubewertungen defensiver Aktien. Die wirtschaftliche Entwicklung ist weiter positiv und wird durch steigende Investitionsausgaben und hohe Inlandsnachfrage gestützt. Die Märkte dürften daher von einer guten Berichtssaison profitieren, die Nachwirkungen durch den steigenden Euro sollten im zweiten Quartal langsam abebben. Die fallenden Zinsen als Folge geopolitischer Risiken halten wir für ein temporäres Phänomen. Trotz der Kursfluktuationen sind wir weiterhin optimistisch für Banken und Versicherungen und vorsichtig bei Immobilien, Telekomaniern und Versorgern. Mit Fortschreiten des Zyklus achten wir außerdem genau auf die Nachhaltigkeit der Erträge. Außerdem halten wir eine ausgewogene Strategie mit wenig Sektor- und Stilabweichungen für angezeigt, denn Potenzial liegt mehr in der Bottom-Up-Wertpapierauswahl.

USA

Die US-Fundamentaldaten sind insgesamt noch immer stark. Der US-Konsum hält sich gut, da sinkende Steuern, Regulierungsabbau in vielen Sektoren und steigende Ausgaben für Investitionen sowie Forschung und Entwicklung den Druck ausgleichen, der unter anderem durch steigende Lohn-, Rohstoff- und Logistikkosten und

höheren Wettbewerbsdruck entsteht. Die Berichtssaison sollte die Märkte stützen, die positive Wirkung durch die Steuerreform konkurriert dabei mit dem rasanten Wirtschaftswachstum. Die Bewertungen sind insgesamt attraktiver geworden, einige Hyper-Wachstumsaktien sind jedoch weiterhin zu teuer, der Markt wird langsam selektiver. Wir erwarten, dass Facebook, Amazon, Netflix und Google weiterhin Ziel strikterer Datenschutzvorschriften sein werden. Allerdings fällt auf, dass gleichgewichtete Tech-Indizes kapitalgewichtete Benchmarks übertreffen konnten, was erneut die Bedeutung aktiver Wertpapierauswahl unterstreicht. Wir mögen Tech-Aktien, die von steigenden IT-Ausgaben und sinkenden Steuern profitieren könnten. Gute Beispiele hierfür sind Cloud-Infrastruktur und Anwendungen. Entscheidend ist die Auswahl der richtigen Aktien auch in Sektoren wie Basiskonsumgütern und Telekommunikation, die einen tiefgreifenden Wandel durchleben könnten. Wir bevorzugen Unternehmen mit nachhaltigen Geschäftsmodellen und angemessenen Bewertungen (Chancen bei Banken und Energieunternehmen), vorsichtig sind wir bei Industrierwerten, wo Zyklizität zu stark eingepreist ist.

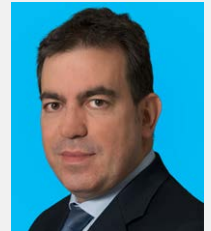
Emerging Markets

Die letzte Berichtssaison verdeutlichte die positive Entwicklung der Schwellenländer, die sich zudem trotz der Handelsgespräche gegenüber Industrieländern als robust erwiesen. Wir sehen darin ein Zeichen für die wachsende Bedeutung des Inlandswachstums und einen Rückgang der Ungleichgewichte. Wegen der Ölpreisentwicklung und dem guten Welthandel haben wir unsere EPS-Prognosen auf einen hohen einstelligen Bereich angehoben. Wir bevorzugen weiterhin zyklische Sektoren. Aufgrund der hohen Binnennachfrage haben wir die Ertragsprognosen in China am stärksten angehoben. In Russland sehen wir weiterhin Potenzial bei Aktien, die von der Erholung der russischen Wirtschaft und dem steigenden Ölpreis profitieren. Nach den letzten Sanktionen und der angespannten Lage in Syrien ist jedoch auch das Länderrisiko gestiegen, weshalb wir Aktien genauer auswählen.

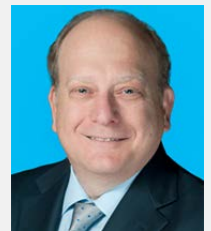
AKTIEN



Diego FRANZIN
Head of Equities



Mauro RATTO
Head of Emerging Markets



Kenneth J. TAUBES
CIO of US Investment Management

REAL ASSETS



**Pedro-Antonio
ARIAS**

Global Head of Real &
Alternative Assets

Private Debt: Ein Grundbaustein in der Portfolioallokation

Ein günstiges Marktumfeld

Der Markt für Private Debt wächst deutlich. Die Nachfrage der Anleger ist in den letzten Jahren nach und nach gestiegen (in den letzten fünf Jahren um rund 60%), laut Preqin's Private Debt Report stieg das verwaltete Vermögen der Private Debt-Industrie im Juni 2017 auf einen neuen Höchstwert von USD 638 Mrd.

Mehrere strukturelle und zyklische Faktoren sprechen aus unserer Sicht für anhaltend steigende Nachfrage der Anleger nach Private Debt. Zum einen profitiert der Markt von der unbeständigen Dynamik zwischen Angebot und Nachfrage. Seit der Finanzkrise im Jahr 2008 haben sowohl nationale als auch internationale Gesetze wie Basel III das Angebot durch Banken drastisch eingeschränkt. Andererseits ist die Nachfrage nach Schuldverschreibungen aufgrund der Konjunkturerholung gestiegen, da viele Unternehmen nach Finanzierungsmöglichkeiten suchen (zum Beispiel für schuldenfinanzierte Buyouts, Investitionen oder externes Wachstum).

Neben diesen strukturellen Faktoren erleben wir einen der längsten Zyklen unkonventioneller Geldpolitik mit anhaltend niedrigen Zinsen, die sich erheblich auf traditionelle Assetklassen ausgewirkt haben. Wir erwarten ein sehr langsames Auslaufen der unkonventionellen Geldpolitik, in der Eurozone ist in naher Zukunft kein deutlicher Zinsanstieg zu erwarten.

In Zeiten zunehmender Disintermediation könnte Private Debt einen Teil der Lücke schließen und gleichzeitig dazu beitragen, den Rendite- und Diversifikationsbedarf von Anlegern am Rentenmarkt zu decken.

Vorteile von Leveraged Loans

Private Schuldtitel werden notierte Anleihen nicht ersetzen, spielen jedoch heute aus unserer Sicht eine wichtige Rolle im Rahmen einer globalen Fixed Income-Strategie. Anleger können hier von zusätzlichen Prämien profitieren, die herkömmliche Rentenpapiere nicht bieten. In einem diversifizierten Portfolio ist das umso wichtiger, da private Schuldtitel kaum mit traditionellen Assets korrelieren. Bei steigenden Zinsen sind beispielsweise Leveraged Loans attraktive Ergänzungen zu den öffentlich gehandelten High Yield-Anleihen. Leveraged Loans werden durch variabel verzinsten Schuldverschreibungen abgesichert und enthalten dadurch eine interessante defensive Komponente. 2017 stieg das Emissionsvolumen gegenüber dem Vorjahr in Europa um 37,9% auf EUR 195,3 Mrd. und überholte damit den Hochzinsmarkt. Der Markt ist also ausreichend groß, sodass Manager ihre Anlagen nach stichhaltigen Kriterien

auswählen und ihr Portfolio dennoch gut diversifizieren können. Tatsächlich stellen das aktuelle Marktumfeld und der rapide Wandel Manager vor historische Herausforderungen, und private Schuldverschreibungen sind gegen Risiken wie schwache rechtliche Rahmenbedingungen und Probleme mit der Dokumentierung nicht immun. Wir sind überzeugt: Auswahl ist wichtiger als jemals zuvor. Anleger sollten sich auf die sichersten und vorrangigen Segmente der Kapitalstruktur konzentrieren, die von einem Abschwung des Kreditzyklus als letztes betroffen sind.

Für den Fall steigender Zinsen sollten sie zudem bevorzugt in variabel verzinsten Papieren investieren. Diese konservative Strategie sollte langfristig orientierten Anlegern dabei helfen, Liquiditätsprämien abzuschöpfen und gleichzeitig Risiken zu reduzieren.

Amundi High-Conviction-Positionen

Asset-Allokation: Outlook nach Assetklassen								
	Zum Vormonat	---	--	-	0	+	++	+++
Aktien vs. Staatsanleihen	→					■		
Aktien vs. Credit	→					■		
Credit vs. Staatsanleihen	→					■		
Duration	↗			■				
Öl	↗					■		
Gold	↗					■		
Euro-Cash	→				■			
USD-Cash	→					■		

Die o.g. Tabelle bildet unsere Einschätzung zu den aufgeführten Assetklassen für einen Zeithorizont von 3 bis 6 Monaten ab - erstellt auf Basis der Bewertungen des Global Investment Komitees. Der Ausblick, Veränderungen im Ausblick und die Einschätzungen zur jeweiligen Assetklasse werden durch die erwartete Richtung (+/-) sowie die Stärke der Überzeugung (+/+/+/+) widerspiegelt.

	Research-Erwartung 3-6 Monate	Relativer Ausblick und Überzeugungen nach Assetklasse				
		Assetklasse	Zum Vormonat	Untergewichtet	Neutral	Übergewichtet
STAATSANLEIHEN	-	USA	→	●		
	--	Euroraum Kernländer	↗	●		
	+	Euroraum Peripherie	→			●
	-	UK	→	●		
	-	Japan	→	●		
CREDIT	=	US IG	→		●	
	+/-	Euro IG	→			●
	-	US HY	→	●		
	+/-	Euro HY	→			●
	+	GEM Hartwährung	→			●
	+	GEM Lokalwährung	→			●
AKTIEN	+	US	→			●
	+	Eurozone	→			●
	=	UK	→		●	
	+	Japan	→			●
	+	Pazifik ex Japan	→			●
	+	Global EM	→			●
	+	Wandelanleihen	→			●

WÄHRUNGEN UND REAL ASSETS

FOREX	+	EUR vs USD	→
	=	EUR vs GBP	→
	+	EUR vs JPY	→
	+	USD vs JPY	→
REAL ASSETS	+	Immobilien	→
	++	Globale Infrastruktur	→
	+	Private Debt	→

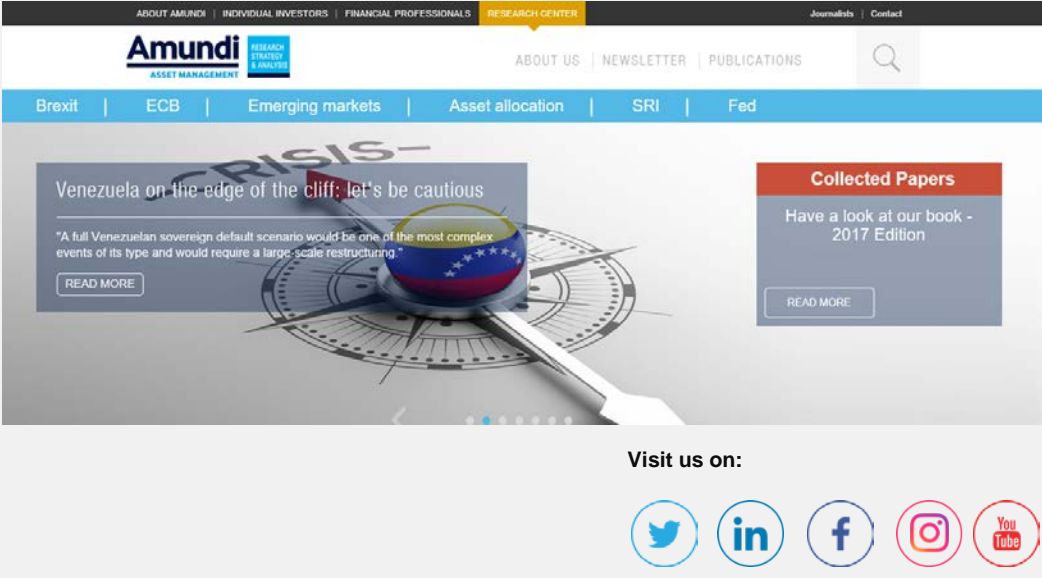
LEGENDE

-	Negativ
=	Unverändert
+	Positiv
●	Untergewichtet
●	Neutral
●	Übergewichtet

Quelle: Amundi Asset Management, Stand 17.04.2018. Der Ausblick für die nächsten 3-6 Monate basiert auf den Einschätzungen unseres Researchs und soll nicht als Prognose künftiger Ereignisse oder als Garantie künftiger Ergebnisse betrachtet werden. Die Leser sollten diese Informationen nicht als Research-Analyse, Anlageberatung oder Empfehlung spezifischer Fonds bzw. Wertpapiere betrachten. Die Angaben dienen allein der Veranschaulichung sowie der Information und können sich jederzeit ändern. **Diese Informationen stellen keine Aussage über die tatsächlichen aktuellen, früheren oder künftigen Bestände bzw. Portfolios von Amundi Produkten dar.**

AMUNDI Investment Insights Unit

Die Amundi Investment Insights Unit (AIIU) erstellt auf der Grundlage des gesamten Investment-Wissen von Amundi praxisrelevante Analysen und Tools, die auf die Bedürfnisse von Investoren zugeschnitten sind. In einer Welt, in der Investoren mit Informationen aus verschiedenen Quellen konfrontiert sind, wollen wir der bevorzugte Partner für regelmäßige, klare, zeitnahe und relevante Analysen werden, die unseren Kunden dabei helfen, fundierte Anlageentscheidungen zu treffen.



Visit us on:

Weitere Informationen in unserem Research Center unter <http://research-center.amundi.com/>

INSIGHTS UNIT



Claudia BERTINO
Head of Amundi Investment Insights Unit



Laura FIOROT
Deputy Head of Amundi Investment Insights Unit

Wichtige Informationen

Die MSCI Informationen sind nur für den internen Gebrauch bestimmt, dürfen nicht in irgendeiner Form vervielfältigt oder weitergegeben werden und dürfen nicht als Basis für oder Bestandteile von Finanzinstrumenten, Produkten oder Indizes verwendet werden. Die MSCI-Information sind keinesfalls als Anlageberatung oder Empfehlung, eine Anlageentscheidung zu treffen (oder zu unterlassen), gedacht und dürfen nicht als solche ausgelegt werden. Historische Daten und Analysen sind nicht als Hinweis oder Garantie für eine künftige Analyse, Schätzung oder Prognose der Wertentwicklung auszulegen. Die MSCI-Informationen werden in der hier vorgelegten Form bereitgestellt. Der Nutzer dieser Information trägt das gesamte Risiko für jegliche Verwendung dieser Information. MSCI, seine verbundenen Unternehmen und andere Personen, die an der Erfassung, Berechnung oder Erstellung von MSCI-Informationen beteiligt sind oder damit in Zusammenhang stehen (zusammen "die MSCI-Parteien") übernehmen keine Haftung (einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf die Haftung für Authentizität, Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität, Nichtverletzung, Tauglichkeit und Eignung für einen bestimmten Zweck) für diese Informationen. Unbeschadet des Vorgenannten haften die MSCI-Parteien unter keinen Umständen für direkte, indirekte, besondere und zufällige Folge- oder andere Schäden oder Strafschadenersatz (einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf entgangene Gewinne). (www.msclub.com).

Diversifikation garantiert keine Gewinne und schützt nicht vor Verlusten. Sofern nicht anders angegeben, beruhen die dargestellten Informationen auf Recherchen und Berechnungen von Amundi Asset Management per 17.04.2018. Sofern nicht anders angegeben, stammen alle hier geäußerten Meinungen von Amundi Asset Management und können sich ohne Vorankündigung ändern, abhängig von wirtschaftlichen und anderen Rahmenbedingungen. Es gibt keine Gewähr, dass sich Länder, Märkte oder Branchen wie erwartet entwickeln werden. Investitionen beinhalten gewisse Risiken, darunter politische und währungsbedingte Risiken. Die Rendite und der Wert der zugrunde liegenden Anlagen sind Schwankungen unterworfen. Dies kann zum vollständigen Verlust des investierten Kapitals führen. Diese Publikation beurteilt das Marktumfeld zu einem bestimmten Zeitpunkt und soll nicht als Prognose künftiger Ereignisse oder als Garantie künftiger Ergebnisse betrachtet werden. Die Leser sollten diese Informationen nicht als Research-Analyse, Anlageberatung oder Empfehlung spezifischer Fonds bzw. Wertpapiere betrachten. Die Einschätzungen dienen allein der Veranschaulichung und Aufklärung und sind Änderungen unterworfen. Diese Informationen repräsentieren nicht die tatsächlichen aktuellen, früheren oder künftigen Bestände bzw. Portfolios von Amundi Asset Management Produkten. Dieses Dokument stellt kein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Anteilen an einem Investmentfonds oder einer Dienstleistung dar.

Amundi Deutschland GmbH, Arnulfstraße 124–126, 80636 München