

# Aktuelle Sichtweisen der CIOs

März 2025



**Chris Iggo**

Vorsitzender des AXA IM Investment Institute, CIO von AXA IM Core



**Alessandro Tentori**

CIO Europe von AXA IM Core



**Ecaterina Bigos**

CIO Asia ex-Japan von AXA IM Core

## ANLAGETHEMEN



Zölle, Handelsdefizite  
und Zuflüsse



Zinssätze  
und Risiken



China braucht mehr  
als KI

## Meinungen unserer CIOs

### Chris Iggo, CIO AXA IM Core

#### *Zölle im Spannungsfeld mit Anlageerträgen*

US-Präsident Donald Trump kann der wirtschaftlichen und politischen Weltordnung nicht viel abgewinnen. Seiner Ansicht nach wurden die USA in diesem System unfair behandelt. Besonders deutlich wird dies an seinem Ärger über die Höhe der Nettoverschuldung der USA, die sich im dritten Quartal (Q3) 2024 auf rund 24 Bio. USD belief. Jahrelang ausufernde US-Handelsdefizite haben dazu geführt, dass der Rest der Welt mehr Dollar-Vermögenswerte hält. Trumps Fokus auf Zölle wird als Versuch gewertet, ein als ungerecht empfundenes globales Handelssystem geradezurücken.

Den Handelsdefiziten stehen Kapitalströme in die USA gegenüber, die in US-Staatsanleihen, Immobilien, Direktinvestitionen in US-Unternehmen und Aktien börsennotierter Firmen, börsengehandelte Indexfonds und Investmentfonds geflossen sind. Je höher das

Handelsdefizit, desto größer die Kapitalflüsse, wobei sich das Vertrauen der ausländischen Anleger auf den Status des Dollars als Leitwährung stützt. Was aber wird geschehen, falls sich das Handelsdefizit aufgrund von Zöllen tatsächlich verringert? Auch die Kapitalzuflüsse dürften abebben. In den letzten Jahren konnten US-Aktien beträchtliche Zuflüsse verzeichnen (allein in Q3 2024 investierten Ausländer 230 Mrd. USD in diese Titel). Dies befeuerte einen Kreislauf: Zuflüsse ließen die Aktienrenditen steigen, und hohe Renditen zogen Zuflüsse an. Die Folge war eine Outperformance der USA. Sollten sich die Kapitalflüsse verringern, könnte sich die Bewertungslücke zwischen den US-Märkten und dem Rest der Welt verkleinern. Wie heißt es noch so schön: Bedenke gut, was du dir wünschst.

## Alessandro Tentori, CIO Europe

### Neutrale Zinssätze und die Risikoallokation

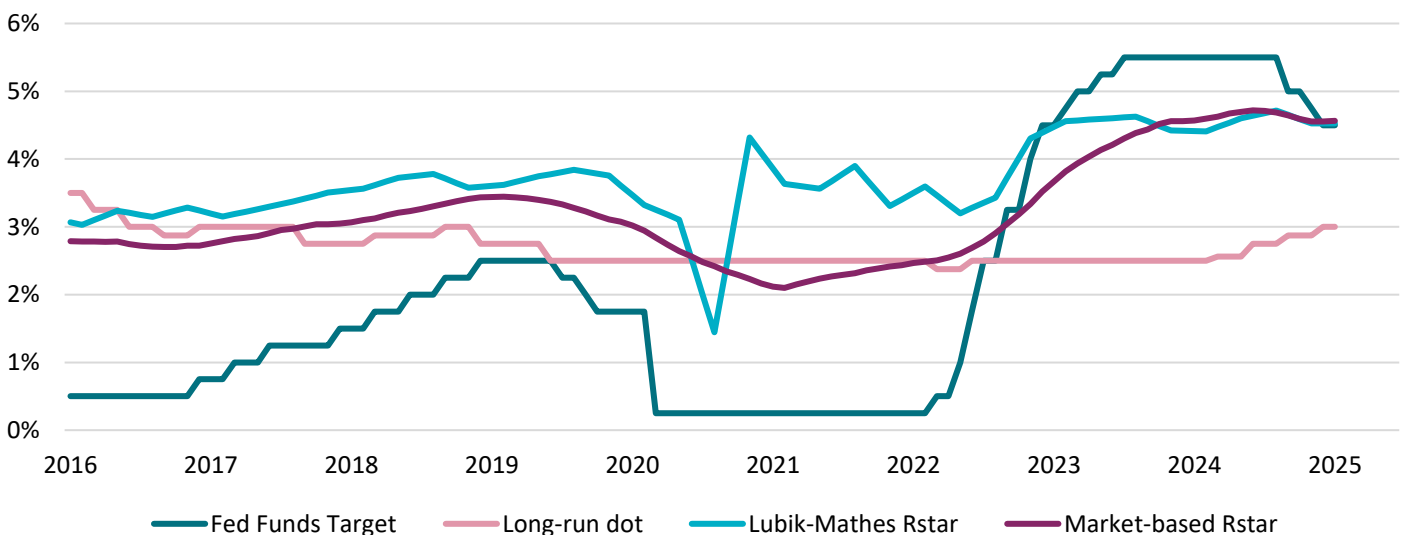
Die Europäische Zentralbank (EZB) hat kürzlich geschätzt, dass sich der nominale Zinssatz  $r^*$  – der kurzfristige Zinssatz, bei dem die Wirtschaft mit voller Kraft wächst und die Inflation auf einem stabilen Niveau verharrt – in einer Spanne zwischen 1,75 % und 3 % bewegt. Sie räumt zwar ein, dass diese Schätzungen mit Unsicherheiten behaftet sind, doch stehen sie nicht im Widerspruch zu der simplen Methode, den neutralen Zinssatz von strukturellen Variablen abzuleiten. Derzeit entspricht die Summe aus dem potenziellen Wirtschaftswachstum im Euroraum und dem EZB-Inflationsziel von 2 % dem wichtigsten Einlagenzins der EZB, der 2,75 % beträgt.

In den USA liefern uns sowohl markt- als auch (einige) modellbasierte Schätzungen von  $r^*$  Anhaltspunkte über den geldpolitischen Kurs der US-Notenbank (Fed). Das Diagramm zeigt diese Schätzungen im Zusammenspiel mit dem Zielsatz der Fed Funds Rate sowie den

Prognosen des langfristigen Zinssatzes der US-Währungshüter selbst (dem so genannten Dot Plot). Mit ihren 4,50 % könnte die Fed einem neutralen Niveau bereits sehr nahegekommen sein – wengleich diese Ansicht noch nicht von all ihren Mitgliedern geteilt wird. Die langfristige Projektion bleibt deutlich hinter dem jüngsten steilen Anstieg der Leitzinsen und den beiden Schätzungen des  $r^*$ -Satzes zurück. Darüber hinaus führt die vorgenannte simple Methode zu einem neutralen Zinssatz von rund 3,50 %, der damit rund 50 Basispunkte über der langfristigen Dot-Plot-Projektion liegt.

Die Kunst der Geldpolitik kann und sollte nicht auf eine einzige Gleichung reduziert werden – aber es ist sinnvoll, diesen Ansatz in unsere Sicht auf die künftigen Zinssätze und die Allokation von Anleihemarktrisiken einzubeziehen.

#### | Der geldpolitische Kurs der Fed



Quelle: Bloomberg, EZB, Februar 2025

## Ecaterina Bigos, CIO Asia ex-Japan

### Chinas Wirtschaft braucht mehr als KI

Das Auftauchen von DeepSeek – einem Rivalen des beliebten ChatGPT – hat Chinas Position im Rennen um künstliche Intelligenz (KI) unter ganz neue Vorzeichen gestellt. Anleger blicken nun wieder zuversichtlicher auf das potenzielle Wachstum und die wirtschaftlichen Vorteile von KI. Es wird weithin davon ausgegangen, dass der zunehmende Einsatz von KI dank Produktivitätsgewinnen, Kosteneinsparungen und voraussichtlichen neuen Umsatzchancen auf lange Sicht höhere Gewinne bedeuten kann. Was konkrete Anwendungen betrifft, befinden wir uns allerdings noch in einem sehr frühen Stadium. Vorerst steht weiterhin das Training von KI-Modellen im Vordergrund. Es bestehen jedoch enorme Risiken, etwa hinsichtlich der Nutzung von KI-Daten, der Regulierung dieses Sektors, der nationalen Sicherheit, Ausfuhrkontrollen für Technologien und der Übertragbarkeit von Open-Source-Modellen auf bestehende Ökosysteme. Ein weiterer wichtiger Aspekt ist die Sprache, in der Modelle trainiert werden, wobei chinesische Unternehmen natürlich inländische Modelle bevorzugen.

Der Durchbruch von DeepSeek deutet darauf hin, dass Innovationen künftig von einem größeren Kreis aus Akteuren vorangetrieben werden dürften. Und er ist keinesfalls beispiellos angesichts der Tatsache, dass China Tech-Riesen geschaffen hat, die globale Erfolgsgeschichten in Bereichen wie E-Commerce, Suchmaschinen und soziale Medien replizieren. Allerdings ist die jüngste Marktrallye in China auf ein enges Spektrum an Titeln fokussiert und beruht auf einem ebenso engen Spektrum an Triebkräften. Nach wie vor ist politische Unterstützung vonnöten, um der Deflation Herr zu werden und eine breitere, nachhaltige Gewinnerholung herbeizuführen. Die nachfragepolitischen Impulse und Anzeichen für einen marktfreundlicheren politischen Kurs zugunsten von Technologieunternehmen sind ermutigend, doch ist weit mehr erforderlich, um das Vertrauen in Verbraucher und Anleger sowie im privaten Sektor zu stärken.

## Überblick der Anlageklassen

Die geäußerten Ansichten spiegeln die Erwartungen des CIO-Teams hinsichtlich der Renditen und Risiken der Anlageklassen wider. Ampeln deuten auf eine erwartete Rendite über einen Zeitraum von drei bis sechs Monaten im Vergleich zu langfristig beobachteten Trends hin.

Positiv	Neutral	Negativ
---------	---------	---------

Die Ansichten des CIO-Teams beruhen auf den Ansichten des AXA IM Macro Research- und des AXA IM Investment-Teams und sind nicht als Empfehlung zur Vermögensallokation zu verstehen.

<b>Zinssätze</b>		Die mittelfristigen Zinserwartungen sind stabil, unterliegen aber der politisch bedingten Volatilität
<b>US-Staatsanleihen</b>		Fed pausiert, bis mehr Klarheit über die Inflationsentwicklung und Trumps Politik besteht; Anleihen in enger Spanne
<b>Euro-Gov. (Kernländer)</b>		Range Trading, während die Märkte auf neue fiskalpolitische Initiativen warten
<b>Euro-Gov. – Spreads</b>		Die Spreads werden eng bleiben; Fokus darauf, wie die neue deutsche Regierung letztlich agieren wird
<b>Britische Gilts</b>		Anleger unsicher über den weiteren Verlauf der Inflation und der Fiskalpolitik; Gilts pendeln vorerst in einer engen Spanne
<b>Japanische Staatsanleihen</b>		Märkte rechnen nach wie vor mit weiteren Zinserhöhungen
<b>Inflation</b>		Spielraum für einen Anstieg der Breakeven-Sätze angesichts zäher Inflation

<b>Unternehmensanleihen</b>		Unternehmensanleihen weiterhin im Aufwind bei stabilen Spreads und positiven Erträgen
<b>USD Investment Grade</b>		Starke Erträge stützen US-Unternehmensanleihen
<b>EUR Investment Grade</b>		Nach wie vor hohe Nachfrage nach festverzinslichen Wertpapieren bei soliden Fundamentaldaten
<b>GBP Investment Grade</b>		Weiterhin kräftige Nachfrage trotz Spreadverengung im Jahr 2025
<b>US-Hochzinsanleihen</b>		Solide Konjunkturdaten, starke Cashflows und technische Faktoren bieten Hochzinsanleihen weiterhin Unterstützung
<b>Euro-Hochzinsanleihen</b>		Solide Fundamentaldaten, technische Faktoren und EZB-Zinssenkungen unterstützen die Gesamterträge
<b>EM in Hartwährung</b>		Die Spreads gegenüber US-Treasuries sind attraktiv, wobei sich Trumps Agenda als disruptiv erweisen könnte

<b>Aktien</b>		Anzeichen für eine breiter aufgestellte Performance anstelle der reinen Konzentration auf den US-Technologiesektor
<b>USA</b>		Gewindynamik flacht sich allmählich ab; Bewertungen weiterhin hoch
<b>Europa</b>		Bescheidener Anstieg der Gewinnprognosen und möglicher Nutznießer der globalen Abkehr von den USA
<b>UK</b>		Die Märkte warten auf konkrete Anhaltspunkte dafür, wie der Staat die Wachstumsaussichten verbessern kann; niedrigere Zinssätze werden hilfreich sein
<b>Japan</b>		Solide Kombination aus Bewertungen und erwartetem Ertragswachstum
<b>China</b>		Der Technologiesektor stärkt den Optimismus der Anleger und bietet Spielraum für eine Ausweitung der politischen Unterstützung
<b>Anlagethemen*</b>		Der KI-Wettbewerb dürfte Nutznießern der Technologie mehr Chancen eröffnen

\*AXA Investment Managers hat sechs durch Megatrends gestützte Themen identifiziert, von denen wir denken, dass sie am besten geeignet sind, die sich entwickelnde Weltwirtschaft zu steuern: **Technologie & Automatisierung, vernetzter Verbraucher, alternde Bevölkerung und Lebensstil, sozialer Wohlstand, Energiewende und biologische Vielfalt.**



[Klicken Sie hier](#), um mehr vom *Investment Institute* zu entdecken

### Wichtige Hinweise

Dieses Dokument dient nur zur Information. Es ist kein Investmentresearch und keine Finanzanalyse im Zusammenhang mit Transaktionen in Finanzinstrumenten im Sinne von MiFID II (Richtlinie 2014/65/EU). Es ist auch kein Angebot von AXA Investment Managers oder einer Tochtergesellschaft, eine Anlage oder ein Produkt zu kaufen oder zu verkaufen oder eine Leistung in Anspruch zu nehmen. Das Dokument sollte auch nicht als Aufforderung oder Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung, als Empfehlung für eine Anlagestrategie oder als personalisierte Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren angesehen werden. Das Dokument ist vereinfacht und enthält keine vollständigen Informationen. Hierin enthaltene Meinungen, Schätzungen und Prognosen sind subjektiv und können sich ohne Ankündigung ändern. Es gibt keine Garantie, dass Prognosen eintreffen. Daten, Zahlen, Erklärungen, Analysen, Prognosen und andere in diesem Dokument enthaltene Informationen entsprechen unserem Wissensstand bei Redaktionsschluss. Trotz größter Sorgfalt können die Aktualität, Richtigkeit, Zuverlässigkeit und Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen weder explizit noch implizit garantiert werden. Auch eine Haftung gegenüber Dritten wird ausgeschlossen. Es ist allein die Entscheidung des Empfängers, ob er sich auf diese Informationen verlässt. Die Informationen in diesem Dokument sind keine ausreichende Grundlage für eine Anlageentscheidung.