

Investment Strategy

7. Juni 2012

AXA Investment Managers - Research & Investment Strategy

MONATSBERICHT

Wieder systemische und konjunkturelle Risiken

von

Mark ALLAN, Eric CHANEY
Manolis DAVRADAKIS und Franz WENZEL

Im Überblick

Abbildung 1
Internationale Aktien im Sturzflug
MSCI World Index (Ertragsindex)



Quellen: MSCI, Datastream, AXA IM Research

- Schwächere Konjunkturdaten bestätigen die Abkühlung der Weltwirtschaft. Eine weitere Lockerung der Geldpolitik ist wahrscheinlicher geworden.
- Auch in China und den USA geht das Wachstum zurück, wenn auch nur wenig. Positiv wirken sich die fallenden Rohstoffpreise aus; sie stützen die Endnachfrage in den rohstoffimportierenden Ländern.
- Der Euroraum dürfte wieder in die Rezession fallen, da selbst deutsche Unternehmen offenbar eine ausgeprägte Finanzkrise befürchten. Zum wachsenden Risiko eines Euro-Austritts Griechenlands kommt das Missmanagement der spanischen Bankenkrise.
- Asset-Allokation: Wir setzen auf taktische Positionen in sicheren Staatspapieren (US-Treasurys und deutschen Bundesanleihen) und auf eine Untergewichtung von Aktien. Unternehmensanleihen sehen wir weiter positiv.

Konjunkturaussichten weltweit schwächer

Im letzten Monat hatten wir noch gehofft, gemeinsam könnten China und die USA die Weltwirtschaft trotz der Verschärfung der Krise in Europa auf Wachstumskurs halten. Eine Vielzahl **enttäuschender Daten zur Weltwirtschaft** in den vergangenen Wochen lässt diese Hoffnung nun schwinden. Der chinesische Einkaufsmanagerindex ging von 53,3 auf 50,4 zurück, das BIP-Wachstum Indiens rutschte im 1. Quartal auf 5,3%, in Brasilien schrumpfte die Industrieproduktion und in den USA fiel die Zahl der neu geschaffenen Stellen im Mai auf nur noch 69.000.

In Europa deutet alles auf das rasche Ende der kurzen, vor allem von Deutschland ausgehenden Erholung des verarbeitenden Gewerbes hin. Unser Surprise Index fiel wegen der starken Korrektur der deutschen Industrieproduktion auf Rezessionsniveau. Offenbar fürchteten selbst deutsche Unternehmen trotz der nach wie vor lebhaften Auslandsnachfrage die Folgen einer ausgeprägten Finanzkrise. Der Umgang der spanischen Regierung mit der Bankenkrise ist ineffizient, um es vorsichtig auszudrücken. Das jüngste einer Reihe von Beispielen hierfür ist der unausgereifte Plan, Bankia mit Kapital aus EZB-Mitteln zu versorgen. Wegen der ersten Probleme Spaniens (hohe Arbeitslosigkeit, schwacher Bankensektor und rückläufige Konsumausgaben – so fielen die Einzelhandelsumsätze von Dezember bis April um fast 10%) erscheint die Verweigerung externer Bankenhilfen durch die Regierung immer weniger haltbar. Außerdem droht nach wie vor die Gefahr eines Ausscheidens Griechenlands aus dem Euroraum.

Weltweit lockerere Geldpolitik in Sicht

Durch die Abkühlung der Weltwirtschaft stellt sich den Notenbanken weltweit immer weniger die Frage nach dem Ob, sondern nach dem Wann einer weiteren Lockerung. Sollte sich die Weltkonjunktur in den nächsten zwei Monaten nicht erholen, wird eine expansivere Geldpolitik unumgänglich. Dank des starken Rückgangs der Rohstoffpreise haben die Notenbanken hierfür auch mehr Spielraum: So lag der Ölpreis Anfang Mai bei 120 US-Dollar je Barrel und fiel bis Anfang Juni unter die 100-

Dollar-Marke. Dies dämpft den in einigen Emerging Markets unangenehm hohen kurzfristigen Inflationsdruck.

In den USA und Großbritannien ist noch mehr Quantitative Easing die naheliegende Reaktion. Allerdings liegen die Zehnjahresrenditen hier bei 1,5% oder darunter, und die Risikoaversion ist hoch. Es ist also fraglich, ob weitere Staatsanleihekäufe noch etwas bewirken. Werden Institute, die Wertpapiere an die Fed oder die Bank of England verkaufen, den Erlös in andere Aktiva investieren oder nur Bargeld anhäufen? Wahrscheinlich ist es an der Zeit, dass die Zentralbanken Kreativität beweisen und sich neue geldpolitische Instrumente einfallen lassen.

Nach den beiden EZB-Dreijahrestendern verfügen die Geschäftsbanken im Euroraum über reichlich Liquidität. Derzeit haben sie 770 Milliarden Euro in der Einlagefazilität der Zentralbank geparkt. Da jedoch die systemischen Risiken durch die Nöte Griechenlands, Spaniens und vielleicht auch Italiens wachsen, dürfte der EZB-Rat neue Optionen wie den Ankauf von Staatsanleihen aller Mitgliedstaaten gemäß EZB-Kapitalschlüssel erwägen, um die mittlere Anleiherendite der Währungsunion zu senken. Am 4. Juni betrug die mittlere Zehnjahresrendite der Länder, die keine Hilfen erhalten, 3,02%. Bis jetzt lehnte die EZB Quantitative Easing ab, aber das mäßige Geldmengenwachstum (2,7% im April) und geringere Inflationserwartungen infolge billigerer Rohstoffe werden diese Diskussion voraussichtlich neu entfachen.

Zwei Szenarien nach der Wahl in Griechenland

Seit dem Urnengang am 6. Mai ist es erheblich wahrscheinlicher geworden, dass sich Griechenland für einen Ausstieg aus dem Euro entscheiden wird. Syriza und die Nea Dimokratia liegen in den Umfragen vor den Neuwahlen am 17. Juni gegenwärtig gleichauf. Nach der Wahl halten wir zwei Szenarien für möglich.

Positivszenario: Griechenland erhält wieder ausländisches Geld

Im positiven Szenario strebt die neue Regierung eine Neuverhandlung an, ohne die Bedingungen der Rettungsprogramme in Frage

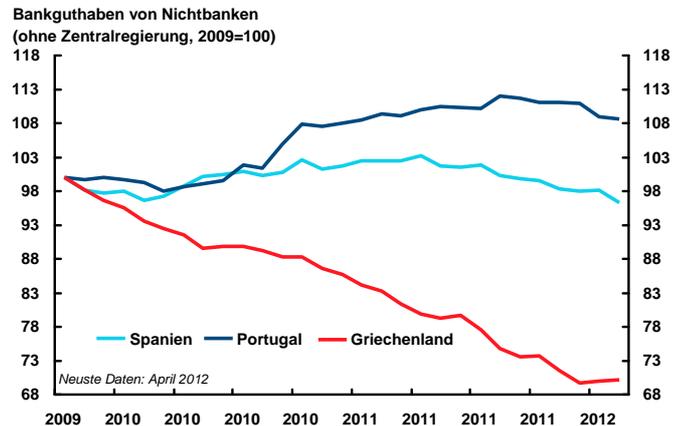
zu stellen. Sie erkennt bald, dass dies nicht machbar ist und sie für eine Haushaltskonsolidierung im Rahmen des zweiten Bailouts maximal eine einjährige Verlängerung erreichen kann (bis 2014). Hinzu kommen einige Bonbons wie Projektkredite der European Investment Bank zu Vorzugszinsen. Die Regierung einigt sich mit der Troika auf eine weitere Haushaltskonsolidierung im Volumen von 11 Mrd. Euro von 2013 bis 2014. Außerdem kommt es zu einer Einigung mit den griechischen Banken über die Modalitäten ihrer längst fälligen Rekapitalisierung. Am Ende kann sich Griechenland wieder im Ausland finanzieren.

Negativszenario: Athen steigt aus

Die Regierung hält die Zusagen an die Troika nicht ein, macht die bisherigen Sparmaßnahmen rückgängig und lehnt es ab, der Rückzahlung der Staatsschulden oberste Priorität einzuräumen. Im Gegenzug stoppt die Troika der ausländischen Kreditgeber die Zahlungen an Griechenland, unter anderem die Mittel für die Rekapitalisierung des griechischen Bankensystems. Entsprechend weigert sich die Europäische Zentralbank, den griechischen Finanzinstituten im Rahmen des Target2-Systems weitere Liquidität zur Verfügung zu stellen, und erlaubt auch der griechischen Zentralbank nicht mehr, mittels Emergency Liquidity Assistance (ELA) einzuspringen. Infolgedessen können sich die griechischen Banken nicht mehr mit Liquidität versorgen. Der Ansturm auf die Einlagen ist nicht mehr zu stoppen. Schließlich verlässt Griechenland den Euroraum und druckt zur Finanzierung des Bankensystems eigenes Geld, die Neue Griechische Drachme (NGRD). Der Ausgabekurs einer NGRD beträgt 1 Euro. Die neue Währung wertet aber sofort ab und verliert innerhalb von zwölf Monaten 50% oder mehr; am besten lässt sich die Entwicklung mit der Argentinienkrise vergleichen.

Abbildung 2

Massiver Abzug von Einlagen bei griechischen Banken



Quellen: EZB, AXA IM Research

Voraussichtliche Kosten des Ausstiegs

Die **Kosten eines Euro-Austritts Griechenlands** lassen sich in **direkte** und **indirekte Kosten** aufteilen. Zu den direkten Kosten zählen die Belastungen für den öffentlichen Sektor (d.h. die Regierungen im Euroraum, die EZB und den IWF), der die beiden Rettungsprogramme für Griechenland finanziert hat und zurzeit rund zwei Drittel der griechischen Staatsschulden von 303 Milliarden Euro (März 2012) hält. Hinzu kommen die Kosten für den privaten Sektor, der bereits im März einen Schuldenschnitt hinnehmen musste. Wir erwarten, dass ein Austritt allein den öffentlichen Sektor außerhalb Griechenlands 300 Mrd. Euro kosten dürfte. Dabei legen wir eine Abwertung der NGRD von 50% zum Euro sowie eine Einbringungsquote der Anleihen von 25% zugrunde.

Die indirekten Kosten ergeben sich aus Kursverlusten, Dominoeffekten und realwirtschaftlichen Folgen, unter anderem durch den Abzug von Bankguthaben.

Orientiert man sich am Staatsbankrott Argentiniens 2002, dürfte das reale BIP Griechenlands 15% schrumpfen. Bei der Inflation rechnen wir mit einem Anstieg auf 25%, die Arbeitslosigkeit sehen wir bei 30%. Wachsende soziale Unruhen und gewalttätige Proteste würden die wirtschaftliche Notlage nur verschärfen, während die Bürger nach Importgütern Schlange stehen. Da Griechenland nach

dem Euro-Austritt in der EU verbleiben würde, könnte es auf begrenzte Mittel aus dem Gemeinschaftsetat zur Linderung sozialer Krisen sowie auf IWF-Gelder zurückgreifen.

Kampf gegen Dominoeffekte nach dem Austritt

Zudem kann im Negativszenario ein Übergreifen auf andere Länder der Währungsunion nicht ausgeschlossen werden. Dieses Risiko könnte allerdings durch kurz- und langfristige Maßnahmen gemindert werden. Die **kurzfristigen Maßnahmen** oblägen in erster Linie der EZB. Sie könnte zusätzliche Staatsanleihen kaufen, weitere Langfristtender anbieten, die üblichen Hauptrefinanzierungsgeschäfte aufstocken (wahrscheinlich ohne Sterilisierung), die Leitzinsen senken und möglicherweise Anleihen emittieren. Auch könnten Mittel des EU-Kohäsionsfonds in die Peripherie gelenkt werden, um dort Investitionen zu finanzieren.

Die **längerfristige Eindämmung** von Dominoeffekten würde vor allem eine stärkere fiskalpolitische Integration der verbleibenden Mitgliedsländer bedeuten. Eine Fiskalunion würde die Währungsunion ergänzen und den Weg für Eurobonds sowie für ein Einlagensicherungssystem für den gesamten Euroraum ebnen. Bei einer besser koordinierten Fiskalpolitik könnten Länder mit Liquiditäts- oder Solvenzproblemen die anderen EU-Mitglieder um Finanzhilfe bitten. Aber auch in einer Fiskalunion gibt es nichts ohne Gegenleistung: Der Grundsatz „keine Steuer ohne Mitsprache“ würde um „keine Rettung ohne Mitsprache“ ergänzt. Insbesondere müsste das um Hilfe nachsuchende Land einen Teil seiner Souveränität abtreten. Die Gläubiger würden über den Haushalt bestimmen.

Eine Fiskalunion ist die Voraussetzung für Eurobonds, durch die die Staatsschulden der Euroländer zusammengefasst würden. Hinzu käme eine europaweite Einlagensicherung ähnlich der Federal Deposit Insurance Corporation in den USA, um Bank Runs unwahrscheinlicher zu machen. Beides setzt voraus, dass die großen und solventen Euroraumländer die größten Risiken übernehmen. Sobald die ersten Schritte zu einer Haushaltskonsolidierung getan sind, könnten Eurobonds und Einlagensicherung an den Start gehen.

Eine der langfristigen Maßnahmen gegen Dominoeffekte bei einem Austritt Griechenlands könnte eine „Bankenunion“ sein – mit neuen aufsichtsrechtlichen Maßnahmen und Regeln für die Schließung insolventer Institute. Wie die Entwicklung nach der Teilverstaatlichung der spanischen Bankia verdeutlicht, können nicht nur tatsächlich schwache Fundamentaldaten die Rekapitalisierung einer Bank erforderlich machen. Manchmal genügt schon die Unsicherheit. Eine Bankenunion würde diese Unsicherheit ausräumen und das Risiko von Bank Runs senken. Schließlich könnten die Mittel von EFSF/ESM vorrangig für die Rekapitalisierung der Banken eingesetzt werden.

Asset-Allokation: Wachsende Risiken erfordern Vorsicht

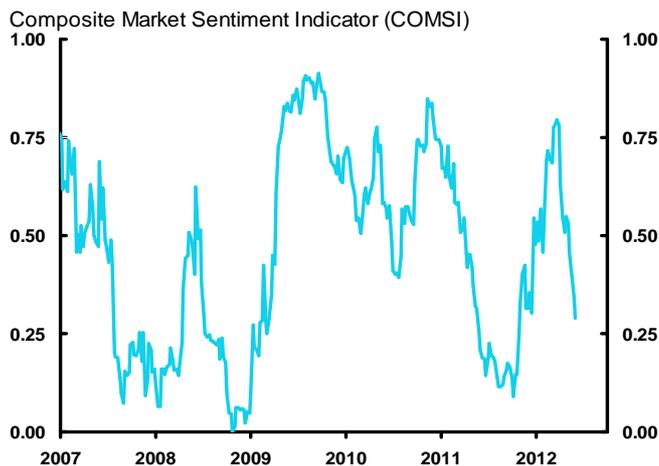
Auch nach einem weiteren Monat mit verschiedenen EU-Gipfeln **bleibt das Risiko das wichtigste Thema an den Finanzmärkten**. Die Standpunkte von Frankreich und Deutschland scheinen unterschiedlicher denn je, was die bereits angespannten Beziehungen zwischen den beiden wichtigsten Wirtschaftsnationen des Euroraums weiter belastet.

Außerdem haben durch die Bankenkrise in Spanien die Risiken deutlich zugenommen. Die Gefahr massiver Barabhebungen bei spanischen Banken wird mittlerweile nicht mehr nur verdeckt, sondern ganz offen diskutiert.

Als wäre dies nicht schlimm genug, **hat sich der Konjunkturausblick eingetrübt**. Verschiedene häufig erhobene Indikatoren geben nach oder brechen geradezu ein.

Dennoch **sind die anhaltenden Turbulenzen in den Kursen** risikobehafteter Wertpapiere aus unserer Sicht **noch nicht vollständig enthalten**. Dies zeigen einige Kennziffern: So soll das Gewinnwachstum den aktuellen Schätzungen zufolge weltweit bei rund 13% liegen (12-Monats-Prognose). Das KGV auf Basis der geschätzten Gewinne ist mit 12 deutlich höher als nach dem Lehman-Debakel und im vergangenen Herbst, als es 10 betrug.

Abbildung 3
Composite-Indikator signalisiert schwache
Aktienrträge



Quellen: Datastream, AXA IM Research

Hinzu kommt, dass unser eigener Stimmungskindikator¹ noch immer fällt und ein zunehmend ungünstiges Umfeld anzeigt.

Dies legt nahe, kurzfristig weiter vorsichtig zu bleiben. Doch inwiefern ist der Begriff „kurzfristig“ an dieser Stelle überhaupt noch sinnvoll? Das Auf und Ab der Märkte hängt vor allem von der Politik ab. Die Folgen für die Wirtschaft verschärfen den Abwärtstrend und verstärken die Schwierigkeiten.

Wir bestätigen daher unsere **Untergewichtung von risikoreichen Anlageinstrumenten**, speziell von Aktien. Alternativ könnte man eine neutrale Aktiengewichtung mit einer Absicherung gegen Kursverluste kombinieren.

Entsprechend halten wir Kapitalschutz durch Kassehaltung für wichtig – **Liquidität** ist Trumpf. Darüber hinaus sind **taktische Positionen** in den bekannten sicheren Häfen nach wie vor sinnvoll, zumal unser Kurzfristindikator **sowohl für Bundesanleihen als auch für US-Treasurys spricht**.

¹ Eine genaue Darstellung des Index und seiner Berechnung findet sich in Mathieu L'Hoirs: [Essential – "Market Sentiment Indicators: less is more"](#).

Renten: Sichere Häfen und Unternehmensanleihen

Im **Rentenbereich** könnten Langfristinvestoren neben taktischen Positionen in sicheren Häfen über Peripherieländerpapiere nachdenken. Noch ist es aber etwas zu früh für eine solche Strategie, weil die Risiken für den Bestand des Euroraums in den nächsten Wochen zunehmen dürften. Zwei Damoklesschwerter bedrohen die Währungsunion: die Wahlen in Griechenland und die Unsicherheit über die Sanierung der spanischen Banken. Wir würden daher nur Laufzeiten erwägen, die in etwa dem LTRO-Horizont entsprechen. Falls aber die Risiken nachlassen, werden längerfristige Strategien attraktiv.

Wegen ihres aussichtsreichen Risiko-Ertrags-Profiles **schätzen wir Unternehmensanleihen weiter positiv ein**, rechnen aber auch mit Volatilität und Spreadausweitungen. Der hohe Renditevorsprung und die gute Verfassung des Unternehmenssektors sollten allerdings für einen ausreichenden Puffer sorgen.

Aktien: Kaum noch Alternativen

Angesichts der herrschenden Unsicherheit ist keinem Aktienmarkt explizit der Vorzug zu geben. Die Märkte bewegen sich fast im Gleichklang. Wichtig ist, ihre Richtung zu erkennen.

Wir raten dazu, die Ländergewichtung gegenüber dem Vormonat unverändert zu belassen: **Übergewichtung der Emerging Markets sowie deutscher Aktien, Untergewichtung japanischer und britischer Werte**.

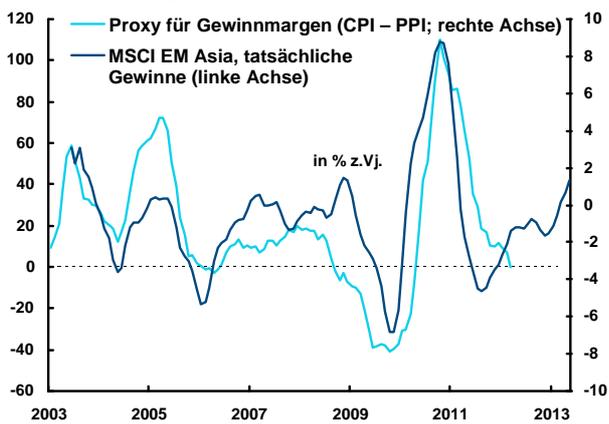
In den USA bleiben wir neutral positioniert. Amerikanische Aktien werden nach wie vor bei einem KGV von 14,5 auf Basis der Gewinne des vergangenen Jahres gehandelt, was aus unserer Sicht eine faire Bewertung ist.

Wie bereits erwähnt, halten wir die **asiatischen Emerging Markets** trotz der offensichtlichen Schwäche Chinas weiter für eine der attraktivsten Regionen. Wir bleiben überzeugt, dass die Führung Chinas alles tun wird, um das Wachstum zu stützen. Nach einem unserer bevorzugten Frühindikatoren werden die Gewinne in China ab der Jahresmitte wieder steigen; die übrigen Emerging Markets Asiens dürften folgen. Dies würde unsere positive Markteinschätzung bekräftigen (Abbildung 4).

Abbildung 4

Asien: Trendwende der Gewinne im 2. Quartal

Asiatische Emerging Markets: Margen (Proxy) und Gewinne



Quellen: Datastream, AXA IM Research

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.