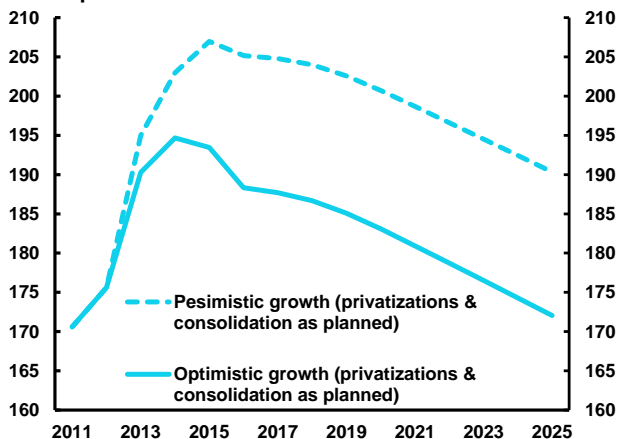


Achtung, Finanzierungslücke

vom

Team für Research und
Investmentstrategie

Abbildung 1
**Keine Schuldentragfähigkeit Griechenlands
ohne staatlichen Forderungsverzicht**
Greek public debt in % of GDP



Quellen: Staatliche Stellen, AXA IM Research

Im Überblick

- In unserem letzten Strategiepapier sprachen wir von einem ersten Hoffnungsschimmer, jetzt hat er sich bestätigt: In den USA hat sich die Konjunktur stabilisiert und Asien wächst wieder stärker.
- In den kommenden Monaten dreht sich alles um die Politik in den USA, die sich mit Riesenschritten der *Fiscal Cliff* nähern. Aber auch die Solvenz Griechenlands macht wieder Sorgen.
- Die Risikoprämien dürften weiter zurückgehen, die Geldpolitik wird wohl noch längere Zeit sehr expansiv bleiben. Für Unternehmens- und Peripherieländeranleihen ist das gut.
- Eine Anhebung der Aktienquote erscheint hingegen nicht gerechtfertigt. Dazu reichen die konjunkturellen Fortschritte noch nicht aus.

Lichtblicke

In unserem letzten Strategiepapier sprachen wir von einem ersten Hoffnungsschimmer, jetzt hat er sich bestätigt: In den USA hat sich die Konjunktur stabilisiert und Asien wächst wieder stärker. In Europa und Japan bleibt die Konjunktur aber schwach.

Fiscal Cliff: Achtung, Finanzierungs-lücke!

Am Ende erwiesen sich die Meinungsumfragen als richtig. Obama hat die meisten Swing States mit deutlichem Vorsprung gewonnen und sich eine zweite Amtszeit gesichert. Im Kongress hat sich nicht viel geändert. Die Demokraten haben ihre Mehrheit im Senat ausgebaut, die Republikaner behielten ihre sichere Mehrheit im Repräsentantenhaus.¹

In der kommenden Woche tritt der Kongress wieder zusammen, allerdings noch in seiner alten Besetzung. Die neuen Mitglieder nehmen erst im Januar ihre Arbeit auf. **Der Kongress muss sich jetzt mit der Fiscal Cliff auseinandersetzen, den drohenden Steuererhöhungen und Sparmaßnahmen in Höhe von 600 Mrd. US-Dollar, die die USA zwangsläufig in die Rezession schicken würden.** Wahrscheinlich, aber keinesfalls sicher ist, dass sich der Kongress noch vor Weihnachten auf ein Gesetz einigt, das die meisten der vorgesehenen Steuererhöhungen zurücknimmt und die Ausgabenkürzungen zunächst verschiebt. Damit werden einige Monate Zeit gewonnen.

Republikaner und Demokraten dürften sich also ausnahmsweise einmal zusammenraufen, aber wohl erst kurz vor dem 24. In den kommenden Wochen werden uns noch einige Machtkämpfe bevorstehen.

Nur wenig später, **zu Beginn des neuen Jahres – vermutlich im Februar – werden die USA erneut die Schuldenobergrenze erreichen, so dass sie keine weiteren Staatsanleihen emittieren dürfen** (Abbildung 2). Im Sommer 2011 war es schon einmal so weit, was seinerzeit zu politischen Grabenkämpfen und Spekulationen über eine mögliche Zahlungsunfähigkeit der USA geführt hatte. In letzter Minute einigte man sich zwar, aber es

¹ Mehr dazu in unserem Spotlight [US-Wahlen: Und jetzt die Fiscal Cliff](#), 7. November 2012.

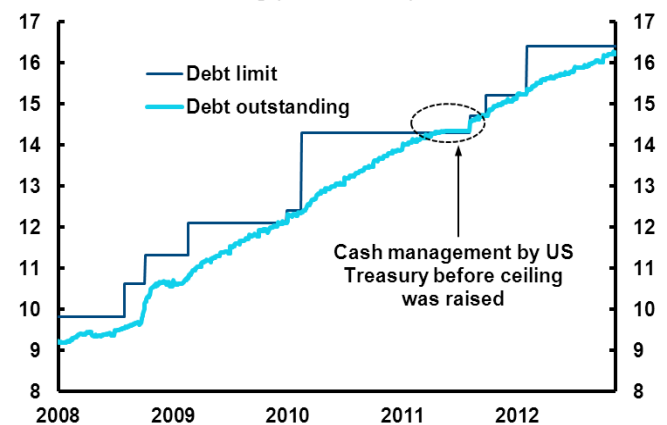
war zu spät, um das AAA-Rating von S&P noch zu retten. 2013 droht nun eine Neuauflage des Streits.

Unmittelbar vor den Wahlen **fegte Hurrikan Sandy über New York und die benachbarten Bundesstaaten. Per Saldo dürfte er aber nur geringe Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum haben, da das BIP ein Maß für den gesamtwirtschaftlichen Output ist.** Produktionseinbußen in den Tagen des Sturms und danach werden vermutlich durch Aufräum- und Reparaturleistungen ausgeglichen. Die BIP-Veränderung ist also eine schlechte Kennziffer für die Folgen von Naturkatastrophen, weil das BIP lediglich den Output und nicht etwa das Wohlbefinden oder den Wohlstand misst. Die Zerstörungen der Infrastruktur und vor allem die tragischen Verluste an Menschenleben führen natürlich dazu, dass es den betroffenen Regionen heute schlechter geht als vor dem Hurrikan.

Abbildung 2

USA nähern sich der Schuldenobergrenze

US debt and debt ceiling (US\$ trillions)



Quellen: Bloomberg, AXA IM Research

Griechenland: Die andere Klippe

In Griechenland hat die Koalitionsregierung den Haushalt 2013 durchs Parlament gebracht und die Spargesetze für die Jahre 2013 und 2014 verabschiedet. **Dadurch konnte die griechische Regierung die Eurogruppe um zwei Jahre mehr Zeit für die Haushaltskonsolidierung und die Auszahlung der ursprünglich für Juni vorgesehenen 31,5 Mrd. Euro Hilfgelder bitten.** Die griechische Regierung hofft nun, dass auch die für September und Dezember vorgesehenen Tranchen in Höhe von 5 bzw. 8 Mrd. Euro zur Auszahlung

kommen. Dennoch äußern sich die europäischen Politiker noch immer alles andere als erfreut, da der Fortschrittsbericht für Griechenland nach wie vor nicht vorliegt und sich Deutschland und der IWF darüber streiten, wie es um die griechische Schuldentragfähigkeit bestellt ist und ob ein zweiter Schuldenschnitt nötig ist, diesmal zu Lasten staatlicher Gläubiger.

Am 12. November gewährte die Eurogruppe Griechenland schließlich einen zweijährigen Aufschub. Jetzt hat das Land bis Ende 2016 Zeit, im Staatshaushalt einen Primärüberschuss von 4,5% des BIP zu erreichen; ursprünglich sollte dies bereits Ende 2014 der Fall sein. Außerdem wurde die Diskussion über die Auszahlung neuer Hilfstranchen (und die Schuldentragfähigkeit) auf eine außerordentliche Sitzung der Eurogruppe am 20. November vertagt, wenn der Fortschrittsbericht vorliegt.

Wir halten einen Forderungsverzicht öffentlicher Gläubiger für zwingend, damit die Schuldenstandsquote wieder nachhaltig wird und der IWF Griechenland weitere Hilfen gewährt. Zurzeit betragen die Staatsschulden offiziell 344 Mrd. Euro (Ende 2012), von denen 75% auf öffentliche Gläubiger entfallen. Zwei Gläubiger werden sich an einem neuerlichen Schuldenschnitt aber nicht beteiligen – der IWF und die EZB. Dadurch verbleiben 184 Mrd. Euro, die für eine Umschuldung in Frage kommen. Zum Vergleich: Der Forderungsverzicht privater Gläubiger zu Jahresbeginn sollte für Anleihen in Höhe von 206 Mrd. Euro gelten, am Ende waren beteiligten sich Gläubiger mit Forderungen von 197 Mrd. Euro.

Ansonsten produzierte die Eurokrise im letzten Monat nur wenig Schlagzeilen. In Spanien hat die Partido Popular von Premierminister Rajoy die Wahlen in Galizien gewonnen, aber anders als erwartet war damit der Boden für einen offiziellen Hilfsantrag an den ESM noch immer nicht bereitet. Die Regierung tut alles, um den Eindruck einer besonderen Dringlichkeit zu vermeiden, obwohl immer mehr autonome Regionen Finanzhilfen beantragen und sich die Staatsfinanzen bislang noch nicht erkennbar gebessert haben.

Die französische Regierung hat zwar nicht viel, aber zumindest ein wenig zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit des Landes getan, so dass der lang erwartete Gallois-Bericht doch

noch etwas bewirkt hat. Die Sozialversicherungsbeiträge der Unternehmen werden in den kommenden drei Jahren um 20 Mrd. Euro gesenkt, was durch eine Mehrwertsteuererhöhung und eine neue Umweltsteuer finanziert werden soll.

Die jüngsten Konjunkturdaten signalisierten **eine erhebliche Verschlechterung des Ausblicks für Deutschland**. Die Industrieproduktion, die Auftragseingänge und die Exporte sind im September zurückgegangen; der Ifo-Index gab ebenfalls weiter nach. Die EZB, der dies nicht entgangen war, deutete eine weitere Lockerung der Geldpolitik an.

Das japanische BIP **ging im 3. Quartal um 3,5% (annualisiert) zurück, vor allem aufgrund geringerer Konsumausgaben und eines starken Exporteinbruchs**. Das lag auch daran, dass China japanische Güter nach dem Konflikt um eine von beiden Ländern beanspruchte Inselgruppe boykottierte. Aufgrund der schwachen Konjunktur hat die japanische Notenbank ihr Quantitative-Easing-Programm im Oktober wie schon im Vormonat noch einmal ausgeweitet. **Überraschend war dann aber, dass sie nach ihrer Oktobersitzung eine gemeinsame Erklärung mit der Regierung veröffentlichte**, der zufolge man zusammen gegen die Deflation vorgehen wolle. Natürlich gibt es in Japan Strukturprobleme, bei denen Geldpolitik wenig hilft. Letztlich liegt es an der Notenbank, ob die Deflation überwunden wird oder nicht.

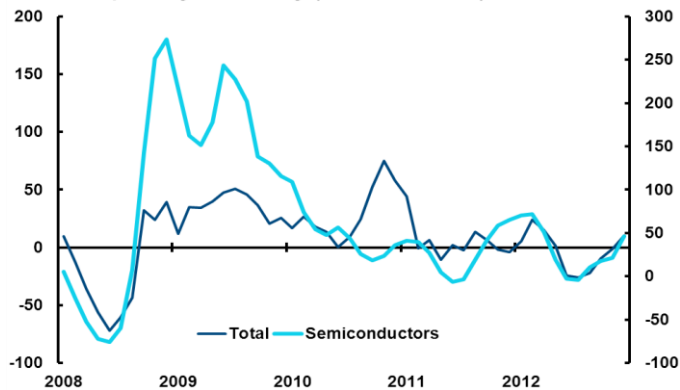
Emerging Markets: Tiefpunkt erreicht

Die jüngsten Einkaufsmanagerindexdaten sprechen dafür, dass sich die Konjunktur in den Emerging-Market-Ländern (und insbesondere in Lateinamerika und Asien) stabilisiert. Außer in Tschechien und Ungarn, wo die Notenbanken die Zinsen gesenkt haben um die Konjunktur zu stärken, haben sich die Zahlen durchweg verbessert. Auch internationale Investoren interessieren sich jetzt wieder mehr für die Schwellenländer, nicht zuletzt weil das türkische Länderrating kürzlich auf Investmentgrade angehoben wurde. Hinzu kommen die hohen Exporte aus Korea (das erste Land, das monatliche Exportzahlen vorlegt). Sie deuten eine allmähliche Erholung des Welthandels an, auch weil sich die chinesische Konjunktur aufgrund geld- und fiskalpolitischer Maßnahmen wohl wieder erholt.

Abbildung 3

Asiatische Exporte steigen wieder

Korean exports by commodity (% 3m/3m s/a a.r.)



Quellen: Datastream, AXA IM Research

Nach einer kurzen Schwächephase kommen aus China jetzt in der Tat wieder bessere Nachrichten. Sie bestätigen, dass die Wirtschaft im 3. Quartal ihren Tiefpunkt erreicht hatte und jetzt wieder stärker wächst. Auch wenn Infrastrukturprojekte das Wachstum begünstigt haben, scheint der Aufschwung im Oktober recht breit gewesen zu sein. Viele Basisindustrien, aber auch Branchen weiter oben in der Wertschöpfungskette profitierten von einer höheren Nachfrage.

Unterdessen ist die Verbraucherpreisinflation auf 1,7% (im Vorjahresvergleich) zurückgegangen, den niedrigsten Wert in diesem Jahr. Dies erleichtert die Entscheidung für Konjunkturmaßnahmen, so dass das Wachstum auch im 4. Quartal anhalten und die gesamte Region mitziehen dürfte.

Was bedeutet das für Anleger?

Seit Anfang September machten risikobehaftete Wertpapiere so gut wie keine Fortschritte – mit einer bemerkenswerten Ausnahme: Unternehmensanleihen, insbesondere europäische Hochzinsanleihen, deren Kursanstieg unaufhaltsam scheint. Natürlich leiden die Märkte unter der gesamtwirtschaftlichen Lage. In den letzten Wochen haben die Unsicherheit über den Wahlausgang in den USA und die Aussichten auf schwierige Verhandlungen zwischen Demokraten und Republikanern über die Fiscal Cliff die Stimmung stark belastet, so dass amerikanische Aktien nach der Wiederwahl von Präsident Obama in nur zwei Tagen 3,5% einbüßten. Günstig war die wieder geringere Risikobereitschaft der Anleger hingegen

für Staatsanleihen. Treasurys rentieren wieder bei 1,6%, Bundesanleihen bei 1,35%

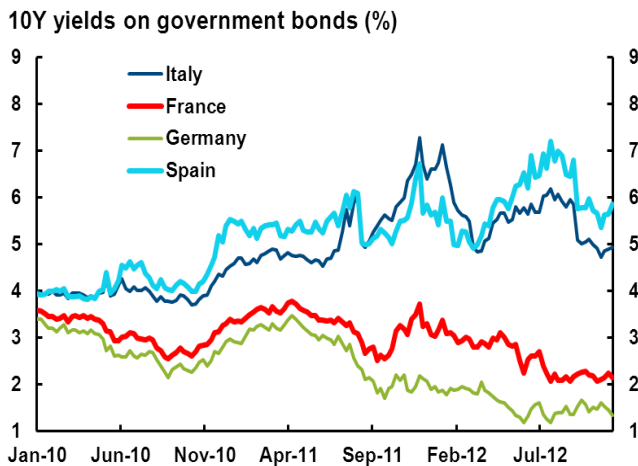
Aber wo stehen wir jetzt? **Die Situation hat sich unserer Ansicht nach nicht dramatisch verändert.** Zugegeben, das politische Patt in Washington wird die Nerven der Anleger weiter auf die Probe stellen. Andererseits dürften die Risikoprämien aufgrund der nachlassenden Krise in Europa zurückgehen, zumal die Geldpolitik noch länger äußerst expansiv bleiben dürfte und dies gut für Unternehmensanleihen ist. So lange die Konjunktur aber keine deutlicheren Fortschritte macht, halten wir eine höhere Aktienquote nicht für angeraten. Deshalb bleiben unsere Allokationsempfehlungen unverändert. **Wir setzen weiter auf eine Übergewichtung von Unternehmensanleihen zu Lasten von Kasse. Staatsanleihen und Aktien bleiben neutral gewichtet.**

Renten: Peripherie bevorzugt**Staatsanleihen: Neutral**

Unser Ausblick für Peripherieländeranleihen bleibt moderat positiv. Die Outright Monetary Transactions der EZB dürften (1) die Fragmentierung des europäischen Markts zumindest ansatzweise beseitigen, so dass der geldpolitische Transmissionsmechanismus wieder funktioniert und (2) das Refinanzierungsrisiko der Peripherieländer mindern, so dass Extremereignisse unwahrscheinlicher werden. Dies hat bereits jetzt zu einem Rückgang der Peripherieländerspreads geführt.

Die noch immer nicht abgeschlossenen Verhandlungen über die Bankenunion könnten hingegen für Volatilität sorgen, doch sind die Outright Monetary Transactions – in den Worten von Mario Draghi – ein „wirksames Sicherheitsnetz“ für den Euroraum. **Wir bleiben daher bei unserer Longposition in italienischen und spanischen Staatsanleihen mit mittleren Laufzeiten.** Diese beiden Länder haben ihren Kapitalbedarf für dieses Jahr gedeckt oder fast gedeckt und werden die kommenden Staatsanleiheauktionen nutzen, um bereits Mittel für 2013 einzuwerben. Dies ist ermutigend, mindert es doch das Risiko eines größeren Liquiditätsengpasses. Die Spreads könnten daher noch weiter zurückgehen. Noch immer sorgt der hohe Zinsvorsprung aber auch dann für eine angemessene Performance, wenn die Spreads unverändert bleiben.

Abbildung 4
Peripherieländerrenditen gehen zurück



Quellen: Datastream, AXA IM Research

Kommen wir nun zu etwas sichereren Anleihen. Die extrem expansive Geldpolitik und das schwache Wachstum haben zu einem Rückgang der amerikanischen und deutschen Renditen geführt. In den USA könnte man vermuten, dass das Risiko eines Erreichens der Schuldenobergrenze (vermutlich im Februar 2013) oder eine weitere Herabstufung des Länderratings höhere Renditen zur Folge haben könnte. Doch angesichts der Marktreaktion im letzten Jahr und der allgemeinen Knappheit von Anleihen, die als sicher gelten, halten wir dieses Risiko für begrenzt. Außerdem sollte man die Fed nicht unterschätzen. Zwar endet nächsten Monat die Operation Twist, doch dürfte die Notenbank 2013 wieder mit Staatsanleihekäufen beginnen. **Alles in allem bleiben wir deshalb neutral positioniert.**

Die Inflationserwartungen des Marktes sind im letzten Monat etwas zurückgegangen, weil das schwache Wachstum für stabile Verbraucherpreise gesorgt hat. Auch das Quantitative Easing hat noch nicht zu Inflationssorgen geführt. Für die kommenden Monate erwarten wir keine Änderung, so dass die Breakeven-Inflationsrate in Europa und in USA vermutlich negativ bleibt. **Europäische inflationsindexierte Anleihen schätzen wir deshalb nach wie vor negativ ein, während wir in den USA weiterhin auf eine Longposition setzen. Wir würden sie allerdings einstweilen nicht aufstocken.**

Unternehmensanleihen: Weiter übergewichten

Uns ist bewusst, dass ein höheres Wachstum in den USA Chancen für Investoren bedeutet, die Kursgewinne am Aktienmarkt zumindest nicht mehr völlig ausschließen. **Die Äußerungen von Fed und EZB sprechen für etwas niedrigere Zinsen und etwas engere Spreads.** Für britische Papiere sind die Offenheit der Bank of England und ihr nach wie vor bestehender Status als sicherer Hafen hilfreich.

Wir bleiben zwar übergewichtet, mahnen aber dennoch zur Vorsicht. Die bisherigen Gewinne sind vor allem den Hilfsmaßnahmen der Notenbanken sowie den Umstrukturierungen von Anlageportfolios aufgrund von Solvency II und Basel III zu verdanken – und nicht einem hohen Umsatzwachstum oder guten Gewinnaussichten. Allein ein Blick auf die Gewinne im 3. Quartal zeigt, dass der Markt unter Druck steht.

Da es aber kaum Alternativen gibt und die Investoren von den anhaltenden Stützungsmaßnahmen der Notenbank profitieren wollen, gab es in der letzten Woche hohe Mittelzuflüsse von Investoren. Die Assetklasse des Jahres waren zweifellos High-Yield-Anleihen, die von den niedrigen Zinsen auf beiden Seiten des Atlantiks profitierten. In Europa verzeichneten High-Yield-Fonds in diesem Jahr bislang Nettomittelzuflüsse von 24,8 Mrd. US-Dollar, in den USA warben sie 35 Mrd. US-Dollar neues Kapital ein.

Bis zum Jahresende gilt es zwar noch die Fiscal Cliff zu überwinden, doch wird allgemein mit einem Kompromiss gerechnet, der zusammen mit einer wieder stärkeren US-Konjunktur eine allmähliche, aber letztlich doch sichere Umschichtung aus amerikanischen High-Yield-Anleihen (und später auch Investmentgrade-Anleihen) zur Folge haben kann. Wir rechnen allerdings nicht mit einer Massenfucht und auch nicht mit einer unmittelbar bevorstehenden Veränderung der Asset-Allokation.

In den letzten Wochen kam es aber bereits zu einigen Mittelabflüssen aus amerikanischen High-Yield-Fonds, und in Europa haben sich die Zuflüsse verringert. Ein Grund dafür könnte zwar die Bereinigung von Positionen vor dem Jahreswechsel sein, **doch glauben wir, dass**

das neue Jahr für Unternehmensanleiheinvestoren deutlich schwieriger werden wird als 2012.

Aktien: Asiatische Emerging Markets übergewichten

Aktien leiden weiter stark unter der Konjunktur. Den etwas besseren Daten aus den USA und China stehen schwächere Daten aus Europa gegenüber. In der aktuellen Berichtssaison waren die Gewinne zwar durchweg etwas besser als erwartet, aber die Umsätze enttäuschten, was die schwache Konjunktur im 3. Quartal unterstreicht. Die Analysten revidieren ihre Gewinnerwartungen deshalb weiter nach unten, bleiben aber für 2013 zumeist optimistisch (+11% im Euroraum).

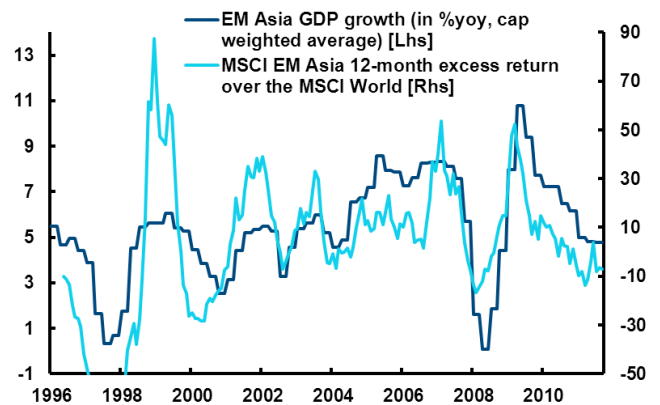
In puncto Länderallokation **bleiben wir bei unserer negativen Einschätzung von Japan, Frankreich und Großbritannien**, da unsere Umsatzindikatoren (wie die Industrieproduktion) noch immer beunruhigend schwach sind. Aufgrund der Unsicherheit über die Fiscal Cliff halten wir an einer **neutralen Einschätzung der USA** fest und **setzen weiterhin auf Deutschland**, weil das Land mit den aktuellen Problemen im Euroraum besser fertig wird als die übrigen Mitgliedsstaaten.

Unsere Region der Wahl bleiben die asiatischen Emerging Markets. Hier scheint alles vorhanden zu sein, was für Mehrerträge nötig ist. Die Zentralbanken weltweit haben die Geldschleusen geöffnet, und die systemischen Risiken gehen zurück. Außerdem erholt sich die Konjunktur in Asien. Dies ist außerordentlich wichtig für die Märkte, die in der Regel sehr schnell auf sich abzeichnende konjunkturelle Wendepunkte reagieren.

Abbildung 5

Asiatische Emerging Markets: Konjunkturgetrieben

EM Asia 12-month excess returns & economic cycle



Quellen: Datastream, AXA IM Research

Energie-Report: Anlagechancen nutzen

Michael BRET hat eine Studie zum Energiemarkt vorgelegt, in der er Hindernisse für Energieinvestoren untersucht. Im letzten Jahrzehnt hat sich der Energiemarkt grundlegend geändert, auf der Angebots- wie auf der Nachfrageseite. Aber noch ist die weitere Entwicklung nicht völlig klar. Wir rechnen daher mit vielen Überraschungen, beim Schiefergas, der Kohle, der Kernenergie und dem Emissionshandel.

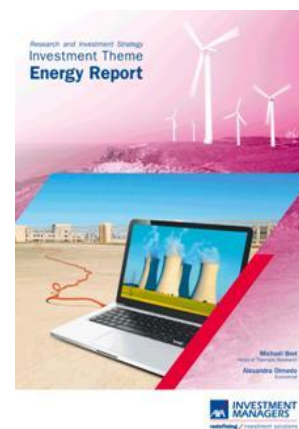
Unsere wichtigsten Ergebnisse:

- Öl: Die Förderung nimmt weiter zu, Peak Oil ist ein Mythos. Der Ölpreis wird auf hohem Niveau schwanken.
- Kohle: ein Gewinner, aber die Unsicherheiten über die Qualität und das Ausmaß der Kohlereserven nehmen zu
- Unkonventionelle Energieträger: teure Energie der Zukunft
- Infrastruktur: intelligente Netzwerke
- Erneuerbare Energien: technische, politische und strategische Investitionshemmnisse
- Energiepolitik: Klare Ziele und flexible Vorschriften sind gefragt.

Energie ist eines der wenigen Megathemen, die für nahezu alle Investoren relevant sind, von Leerverkäufern bis hin zu Long-Only-Investoren, von Investoren mit Absicherungsstrategien bis hin zu Stiftungen und Staatsfonds. Aber Energie hat ihre Tücken, denn es gibt viele Aspekte zu beachten – wirtschaftliche, politische, technologische, unternehmerische und regulatorische. Und viele Beteiligte halten an ihrem alten Denken fest.

Das nächste Thema dieser Reihe wird die demografische Entwicklung sein.

[Download der Studie](#)



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.