

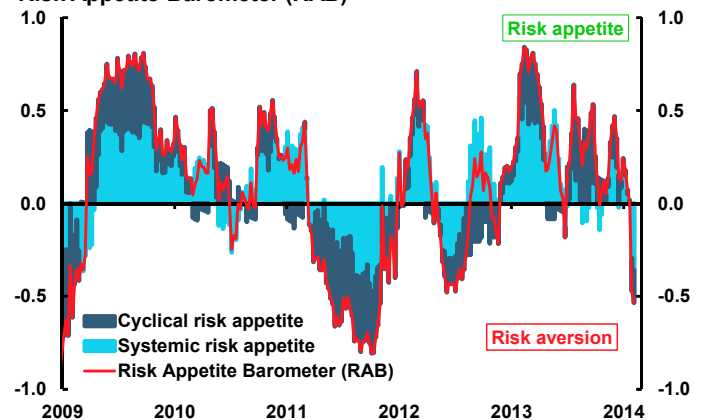
# Die Angst vor systemischen Risiken ist zurück

## Im Überblick

- Allokationsänderungen auf kurze Sicht: Wir senken die Aktienquote wieder auf neutral und parken die Verkaufserlöse in Kasse. Bei Emerging-Market-Aktien gehen wir zu einer Untergewichtung über.
- Die Turbulenzen in den Emerging Markets haben eines gemein: die Auflösung von Carry Trades. Einzelrisiken können daher rasch zu systemischen Risiken werden. Weitere Zinserhöhungen sind unvermeidlich, um die Kapitalabflüsse zu stoppen – kein gutes Omen für die Realwirtschaft dieser Länder.
- In den Industrieländern sind die jüngsten Konjunkturdaten etwas schwächer ausgefallen. Wir glauben dennoch, dass sich die Weltkonjunktur dank der weniger restriktiven Fiskalpolitik und der solideren Verfassung des Privatsektors weiter verbessern wird.
- Der QE-Ausstieg hat für die Fed Vorrang. Sie würde ihn nur infrage stellen, wenn die US-Konjunktur ernsthaft bedroht wäre. Das ist unseres Erachtens nicht der Fall.
- Wir schätzen, dass bei einer Insolvenz im chinesischen Finanzsektor das chinesische BIP um 1 Prozentpunkt, das BIP der übrigen Emerging Markets um 0,4 Prozentpunkte und das BIP der Industrieländer um 0,2 Prozentpunkte weniger wüchse. Für Aktien wäre dies schlecht, für Renten gut.

### Die Risikoaversion ist zurück

#### Risk Appetite Barometer (RAB)



Quellen: Markt, Bloomberg, Datastream, AXA IM

### Asset-Allokation (Empfehlung): Kurzfristig Risiko senken

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

▲/▼ Veränderung ggü. dem Vormonat

Quelle: AXA IM

Die aktuellen Unsicherheiten in den Emerging Markets haben die Anleger gehörig verunsichert und in die „sicheren Häfen“ zurückgetrieben. So fiel die amerikanische Zehnjahresrendite von rund 3% am Jahresanfang auf unter 2,7% bei Redaktionsschluss, während die Aktienmärkte um 5% nachgaben. Wir führen diesen Stimmungsumschwung auf eine Kombination aus Spannungen in den Emerging Markets, Konjunktursorgen und enttäuschenden Quartalsergebnissen zurück.

Es stellt sich also die Frage: Haben wir es mit einem neuen Trend oder einem vorübergehenden Phänomen zu tun?

## Robustes Wachstum in den Industrieländern

Trotz etwas uneinheitlicher Konjunkturdaten sehen wir die Weltwirtschaft dank einer weniger restriktiven Fiskalpolitik und eines solideren Privatsektors weiter im Aufwind. Gefahr droht allerdings von den aktuellen Turbulenzen in den Emerging Markets. Das Worst-Case-Szenario wäre etwa ein Ausfall im chinesischen Finanzsektor (vgl. Seite 7ff.), der die Emerging Markets in die Krise stürzt, die sich ihrerseits über Handelsverbindungen (rund ein Drittel der Exporte der Industrieländer geht in die Emerging Markets), Finanzverbindungen (Industrieländerbanken sind in den Emerging Markets engagiert) und die dann unvermeidliche Verunsicherung (die das Investitionsklima beeinträchtigt) auf die Industrieländer überträgt. Wir gehen davon aus, dass die Verunsicherung in nächster Zeit die Oberhand über gute Nachrichten aus den Industrieländern behalten wird.

In den USA spricht jetzt mehr für ein **etwas höheres Wachstum**. Den unerwartet starken Einbruch des ISM-Einkaufsmanagerindex im Januar schreiben wir der Extremwetterlage im industriellen Kernland zu. Wir glauben, dass der Produktionsrückgang wieder aufgeholt wird und die Verbesserung am Arbeitsmarkt, die leicht steigenden Löhne und die weniger restriktive Fiskalpolitik den Konsum – der 2014 mit +2,5% deutlich stärker zulegen dürfte als 2013 (+2%) – sowie die Investitionen stützen werden. Insgesamt dürfte das **US-BIP 2014 um knapp 3% steigen**, falls der Streit um die Schuldenobergrenze wirklich endgültig beigelegt wird.

Die **letzte Sitzung des Fed-Offenmarktausschusses unter Leitung von Ben Bernanke verlief ruhig und ohne Überraschungen**. In Zukunft werden Investoren, Ökonomen und Strategen der Fed-Präsidentin Yellen lauschen, wenn sie ihre Zinsprognosen („Forward Guidance“) erläutert. Angesichts des in den nächsten Monaten zu erwartenden Rückgangs der Arbeitslosenquote auf die kritische Schwelle von 6,5% oder darunter sehen wir drei Möglichkeiten: Frau Yellen könnte diese Schwelle auf 6% oder weniger senken, eine Inflationsuntergrenze definieren oder ein Ziel für die Beschäftigungsquote einführen. Diese ist nämlich seit ihrem dramatischen Rückgang 2009 trotz der sinkenden Arbeitslosenquote nicht wieder gestiegen<sup>1</sup>.

**Im Euroraum stimmen die Konjunkturdaten weiter zuversichtlich**. Die ersten Schätzungen für das Wachstum im 4. Quartal 2013 fielen mit einer leichten Enttäuschung in Deutschland und einer positiven Überraschung in Spanien unterschiedlich aus. Die Konjunkturumfragen und Einkaufsmanagerindizes deuten auf eine leichte Konjunkturbelebung im Jahr 2014 hin, so dass wir mit einem guten Jahresanfang rechnen. Trotzdem bleiben wir bei unserer Prognose für 2014, nämlich einem moderaten Wachstum von 1,0%.

**Zwei Entwicklungen lassen hoffen, dass die EZB nach ihrer überraschenden Zinssenkung im November erneut handelt**. Erstens tendiert der EONIA infolge der rückläufigen Überschussliquidität im Bankensektor nach oben. Der EONIA hat zwar in den letzten Tagen korrigiert, doch wenn er seinen Aufwärtstrend wieder aufnimmt, könnte die EZB den Zielkorridor für ihren Refinanzierungssatz auf 0-10 Basispunkte senken. Zweitens ist die Inflation weiter auf dem Rückzug, was Mario Draghi in Davos zu einer Stellungnahme bewog. Er schloss Staatsanleihekäufe als Mittel der Deflationsbekämpfung aus, stand dem Ankauf privater Vermögenswerte (z.B. Portfolios von Bankkrediten) aber abgeschlossen gegenüber. Dem steht zwar der träge Verbriefungsmarkt entgegen, doch der könnte durch ein klares Signal der EZB zu neuem Leben erweckt werden. Generell erwarten wir 2014 eine aktive EZB, die mit gezielten Maßnahmen die Kreditvergabe ankurbelt.

**Japan setzt seinen Erholungskurs fort**. Dank der robusten Exporte und Konsumausgaben ist die Industrieproduktion im letzten Quartal 2013 um 1,9% gestiegen. Die Arbeitslosenquote sank von 4% im November auf 3,7% im Dezember, vor allem wegen 180.000 neuer Stellen im verarbeitenden Gewerbe. Die niedrige Arbeitslosigkeit, der politische Druck und die fiskalpolitischen Impulse wirken alle auf eine Erhöhung der Nominallohne hin – dem fehlenden Glied in der Strategie der japanischen Notenbank, die Inflation auf 2% zu steigern. Die am 1. April anstehende Mehrwertsteuererhöhung dürfte das Wachstum im 1. Quartal beflügeln, aber dieser Vorzieheffekt – und seine vielleicht darauf folgende Korrektur – wird die Märkte und die Notenbank wohl kaum irritieren. Wir setzen weiter auf „Abenomics“ und halten den dritten „Pfeil“ der Strukturreformen für ein in sich geschlossenes Paket, das die fundamentale Verfassung Japans verbessern dürfte. Ein Risikofaktor ist indes die Sensitivität des Yen gegenüber den internationalen systemischen Risiken. Steigende Risiken – wie derzeit zu beobachten – treiben den Yen nach oben, was sich auf die Gewinne und Investitionen der Unternehmen negativ auswirkt.

## Die Emerging Markets im Kreuzfeuer

**Die Emerging Markets sind sehr schwach ins neue Jahr gestartet**. Eine Reihe schlechter Nachrichten aus der Politik hat auf breiter Front Verkäufe ausgelöst und Angst vor einem

<sup>1</sup> Samuel Kapon und Joseph Tracy von der Federal Reserve Bank of New York behaupten, die Beschäftigungsquote sei nicht sehr weit von

ihrem potenziellen Niveau entfernt, das durch die demografische Entwicklung gefallen sei. Vgl. ihren Beitrag auf [Liberty Street](#).

Übergreifen auf die Industrieländer hervorgerufen. Unisono verunsichert, kennen die Märkte zumindest kurzfristig nur eine Richtung: abwärts. Nur auf sehr lange Sicht werden die Anleger die Spreu vom Weizen trennen. Emerging Markets mit starker oder sich verbessernder Leistungsbilanz, solidem Staatshaushalt, Reformeifer und regem Handel mit den Industrieländern werden überdurchschnittlich abschneiden. Wir denken dabei an Korea, Taiwan, Indien, Mexiko, die Philippinen, Ungarn, Polen und Tschechien.

Um die Kapitalabflüsse einzudämmen, haben die Zentralbanken der wichtigsten Emerging Markets ihre Leitzinsen erhöht. Vor allem die Türkische Zentralbank überraschte mit Erhöhungen ihrer verschiedenen Zinssätze um 425 bis 550 Basispunkte. Ob das ausreichen wird, bleibt abzuwarten. Die türkischen Währungshüter wollen die Zügel weiter anziehen, bis sich Inflation und Währung stabilisieren. Unseres Erachtens reichen die Zinserhöhungen noch nicht aus, um den Flächenbrand einzudämmen. In vielen Emerging Markets dürften die Zinsen daher weiter erhöht werden.

### Setzen Sie nicht auf Rettung durch die Fed

Wird die Fed einschreiten, um die Kapitalflüsse zu stabilisieren? Wird die neue Präsidentin Janet Yellen ihre Amtszeit mit einer beispiellosen Intervention zugunsten der Emerging Markets beginnen? Wir glauben es nicht. Den Kern des Problems hat Héléne Rey letztes Jahr in ihrem Jackson-Hole-Beitrag beschrieben.<sup>2</sup> Diejenigen Emerging Markets, die zur Dollarzone gehören und die Kapitalflüsse nicht kontrollieren, hängen letztlich von der Geldpolitik des Zentrums der Dollarzone ab, also von der Politik der Fed. Deren Aufgabe ist aber, für Vollbeschäftigung und Preisstabilität in den USA – und nicht im Rest der Welt – zu sorgen. Die Fed schuldet allein dem Kongress Rechenschaft. Ihm gegenüber könnte sie nur dann einen Kurswechsel rechtfertigen, wenn andernfalls die US-Wirtschaft Schaden nähme. Dass ein so angesehener Wissenschaftler wie Raghuram Rajan, der neue Gouverneur der Indischen Zentralbank, eine bessere Koordination der Geldpolitik gefordert hat, ändert am institutionellen Rahmen der USA nichts. Die Frage ist also einzig und allein, ob die Probleme der Emerging Markets die US-Wirtschaft erheblich in Mitleidenschaft ziehen. Die kurze Antwort lautet: wahrscheinlich nicht. Auf Seite 7ff. analysieren wir, welche Konsequenzen eine Insolvenz im Finanzsektor Chinas, des bei weitem wichtigsten Emerging Market, für andere Länder hätte. Das Ergebnis ist, dass sich selbst eine starke Konjunkturabkühlung in China (Verfehlung des Wachstumsziels um 1,5 Prozentpunkte) nur geringfügig auf die Industrieländer auswirken würde (Wachstumsrückgang um 0,3 Prozentpunkte, in den USA wahrscheinlich noch weniger). Was die Fed eben-

falls auf den Plan rufen könnte, wäre ein Einbruch des amerikanischen Aktienmarkts, ausgelöst etwa durch die Angst vor einem systemischen Zusammenbruch. Doch selbst in unserem Worst-Case-Szenario würden die Aktienmärkte nicht so stark korrigieren, dass die Fed die Liquiditätszufuhr wieder erhöhte, statt sie zu drosseln. **Daher dürften den Emerging-Market-Währungen in den nächsten Wochen oder Monaten neue Turbulenzen bevorstehen.**

### Droht eine Neuauflage der Krise von 1998?

Drohen Wechselkurseinbrüche wie nach der Zahlungsbilanzkrise 1997-1998, als einige Währungen binnen eines Jahres 50% ihres Wertes einbüßten? Wir glauben es nicht. Anders als 1998 haben die meisten Emerging Markets heute flexible Wechselkurse und müssen daher keine Devisenreserven angreifen, um ihre Währung zu stützen. Außerdem sind die Bankbilanzen viel solider als damals, und wesentlich weniger Schulden lauten auf Hartwährungen. Auch haben die meisten Emerging Markets ausreichend Devisenreserven aufgebaut, um ihre Währungen verteidigen zu können.

**Nun macht auch China Sorgen:** Die Rettung des China Credit Trust wurde zwar mit Erleichterung aufgenommen, aber der Beinahezusammenbruch dieser Trustgesellschaft ist zweifellos nur die Spitze eines Eisbergs. Das Katz-und-Maus-Spiel zwischen den Zentralbehörden, allen voran der Chinesischen Volksbank, und den Banken und Schattenbanken hat erst begonnen. Weitere Kraftproben mit Kollateralschäden für die Finanzmärkte sind wahrscheinlich. Da China aber den Kapitalverkehr (noch) nicht liberalisiert hat, kann die Geld- und Fiskalpolitik eine drohende systemische Krise im Keim ersticken. Nach dem unerwartet starken Wachstum Ende 2013 haben wir unsere Prognose für das BIP-Wachstum 2014 aus statistischen Gründen von 7,2% auf 7,5% angehoben.

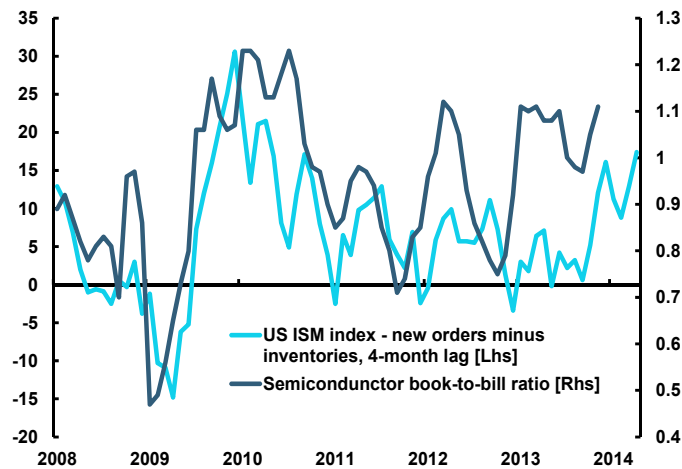
In Südkorea und Taiwan hat das BIP-Wachstum im 4. Quartal 2013 positiv überrascht; die Exporte haben im Januar weiter zugelegt. Gleichlaufende Indikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes für das Verarbeitende Gewerbe deuten auf einen weiteren Anstieg der Industrieproduktion hin, insbesondere in Asien ohne China sowie in Mittel- und Osteuropa. Die Frühindikatoren für den Welthandel sind ebenfalls erfreulich ausgefallen, was für exportorientierte Emerging Markets Gutes verheißt. Interessant finden wir insbesondere die robuste weltweite Elektroniknachfrage (*Abbildung 1*).

Dennoch werden die aktuellen Markturbulenzen in den Emerging Markets zu Reaktionen führen. Eine Straffung der Geldpolitik kann das Wachstum durchaus bremsen.

<sup>2</sup> „The global financial cycle is not aligned with countries' specific macroeconomic conditions. Symptoms can go from benign to large asset price bubbles and excess credit creation, which are among the best predictors of financial crises. A VAR analysis suggests that one of the determinants of the global financial cycle is monetary policy in the centre country”, Héléne Rey in [“Dilemma, not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence”](#), August 2013.

Abbildung 1  
Die Frühindikatoren deuten auf einen Anstieg der asiatischen Exporte hin

Semiconductor and ISM new orders minus inventories



Quellen: Datastream & AXA IM Research

## Anlageempfehlung: Aktien kurzfristig auf „neutral“ reduzieren

Die wieder erwachte Angst vor systemischen Risiken veranschaulicht unser Risikobereitschaftsbarometer (RAB). Es bestätigt, dass die Marktkorrektur kein Zufall war: Die Momentum-Komponente des RAB hat sich verschlechtert, und die durchschnittliche Paarkorrelation der Aktien hat die 60%-Marke weit überschritten. Das deutet auf ein Herdenverhalten hin, das auf Angst vor systemischen Risiken schließen lässt.

Natürlich gibt es Unterschiede von Land zu Land. Argentinien und die Türkei stecken in einer Zahlungsbilanzkrise, Südafrika hat ein Zwillingsdefizit und Thailand und die Ukraine werden von politischen Unruhen erschüttert, wobei die Ukraine wegen der Zahlungsunfähigkeit entgegenschlittert.

Keines dieser Länder ist für sich allein ein systemisches Risiko. Aber in der Summe geht von ihnen kurzfristig Gefahr aus. Ihre Gemeinsamkeit sind die Kapitalabflüsse, seit Ben Bernanke im Mai 2013 das Ende des Quantitative Easing (QE) ankündigte. Die anschließenden massiven Abwertungen scheinen den Investoren nicht zu genügen. In den Emerging Markets ist immer noch deutlich mehr Kapital investiert als vor dem Run in diese Länder, wodurch sie weiter anfällig für Kapitalabflüsse sind.

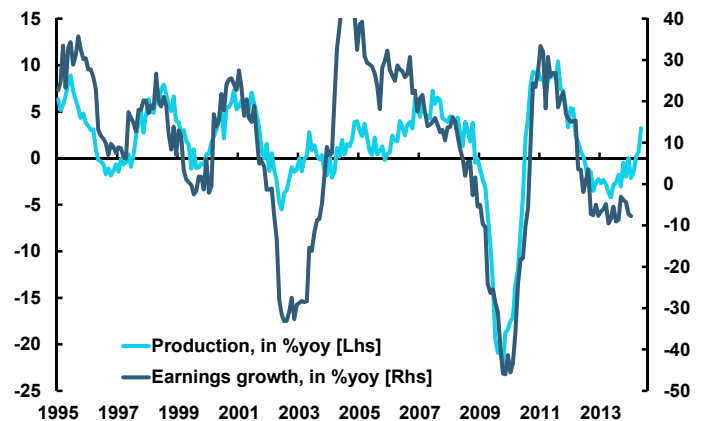
Daher sind eine vorsichtigere Allokation und ein geringeres Portfoliorisiko angezeigt. Sollte man dabei bis zu einer Untergewichtung von Aktien gehen? Unsere Antwort lautet „nein“, denn wir erwarten weiterhin ein höheres Wirtschafts- und Gewinnwachstum und damit ein günstiges Umfeld für risikobehaftete Wertpapiere.

Wie seit einiger Zeit von uns betont, wird eine Gewinnerholung 2014 für die Anleger von entscheidender Bedeutung sein. 2013 stiegen die Aktienbewertungen nämlich über das faire Niveau hinaus, egal welchen Bewertungsmaßstab man zugrunde legt.

Das Gewinnwachstum hat sich in den letzten Monaten stabilisiert, aber nicht ganz den Erwartungen entsprochen (Abbildung 2). In den USA verläuft die Berichtssaison gut, auch wenn einige prominente Namen enttäuscht haben. Von den 312 Unternehmen, die bisher berichteten, haben 77% die Gewinnerwartungen und 66% die Umsatzerwartungen übertroffen. In Europa dagegen hat die Berichtssaison mit zahlreichen Enttäuschungen begonnen. Immerhin weisen einige Frühindikatoren auf eine Gewinnerholung hin. Die steigende Industrieproduktion und die Kostensenkungen der Unternehmen dürften im weltweiten Durchschnitt einen Gewinnanstieg von 5 bis 10% ermöglichen. In Europa können die Gewinne dank ihrer hohen Umsatzsensitivität („operativer Hebel“) trotz schwachen Umsatzwachstums um 10 bis 15% steigen.

Abbildung 2  
Der Produktionsanstieg deutet auf eine Gewinnerholung hin

Europe: Production & profits



Quellen: Datastream & AXA IM Research

Wir empfehlen deshalb auf kurze Sicht, die Aktienquote auf „neutral“ zu senken und die Verkaufserlöse in Kasse zu parken.

Längerfristig spricht das aktuelle Umfeld, insbesondere die zu erwartende Gewinnerholung, immer noch für risikobehaftete Wertpapiere.

## Sichere Staatsanleihen neutral gewichten

Enttäuschende Konjunkturdaten und die Sorgen um die Emerging Markets haben Industrieländeranleihen im Januar zu einer überdurchschnittlichen Wertentwicklung verholfen. Die amerikanische Zehnjahresrendite fiel auf 2,6%, den tiefsten Stand seit letzten Herbst, als der Haushaltsstreit in den USA die Märkte erschütterte.

Damit liegt die amerikanische Zehnjahresrendite etwa eine halbe Standardabweichung unterhalb unserer Schätzung für den fairen Wert. Die aktuellen Unsicherheiten sprechen zumindest kurzfristig für ein defensives Portfolio. Wir empfehlen daher, die Staatsanleihen der Industrieländer weiter neutral zu gewichten.

Trotz dieser Unsicherheiten halten wir unser längerfristiges Ziel für die amerikanische Zehnjahresrendite (3,5% am Jahresende) weiter für realistisch. Voraussetzung ist allerdings, dass die aktuellen Turbulenzen auf den Finanzmärkten das Wachstum nicht beeinträchtigen. Wenn sich das Konjunkturfeld wie erwartet verbessert, dürfte die Fed bei den nächsten Offenmarktausschuss-Sitzungen die Anleihekäufe unverändert weiter drosseln und damit die Renditen nach oben treiben.

Normalerweise folgen die Renditen der Industrieländer-Staatsanleihen den USA. Man kann das auch für dieses Jahr als Grundtendenz annehmen, sollte aber vor allem im Euroraum nicht blind darauf vertrauen. Die Inflation ist dort nach wie vor sehr niedrig und weicht von den mittelfristigen Prognosen der EZB ab. Wir rechnen daher damit, dass die EZB an einer ihrer nächsten Sitzungen handeln wird und wären nicht überrascht, wenn **die Renditen deutscher Bundesanleihen weniger stark stiegen als die ihrer amerikanischen Pendants.**

Wir **erwarten keinen weiteren Rückgang der Unternehmensanleihe-Spreads.** Im aktuellen, von den Sorgen um China und die anderen Emerging Markets bestimmten Umfeld hat sich jedoch erneut die Robustheit dieses Marktes gezeigt. Für 2014, dem Jahr des QE-Ausstiegs, werden zwar allseits niedrigere Erträge als in den beiden letzten Jahren erwartet, doch die starke Neuemissionstätigkeit und Nachfrage beiderseits des Atlantiks stützen den Unternehmensanleihemarkt zumindest vorerst.

Der Anlagebedarf der Investoren, der Nachfrageüberhang und der Renditevorteil gegenüber Staatsanleihen dürften Unternehmensanleihen in volatilen Phasen zu einer ordentlichen Entwicklung verhelfen. Tatsächlich gab es in den letzten sechs Monaten nur kurze Korrekturphasen. Vor allem der europäische Markt war technisch in so guter Verfassung, dass dies die Beunruhigung der Anleger überwog. Wenn die Risikobereitschaft wieder steigt, werden sich Unternehmensanleihen erst recht gut entwickeln. Das wird allerdings nicht ewig anhalten, denn die Unterstützung durch Notenbanken und Aufsichtsbehörden dürfte in dem Maße abnehmen, wie sich der Aufschwung verfestigt und der Entschuldungsprozess in Europa zu Ende geht.

Solange es zu keiner systemischen Krise kommt, in der sich die Spreads zweifellos ausweiten würden, erscheint uns das Umfeld für kurzlaufende High-Yield-Anleihen günstig. Chancen eröffnen sich bei Loans, wo insbesondere in den USA das Wirtschaftswachstum attraktive Erträge ermöglichen dürfte, während die Zinsen steigen und die Erträge von Investmentgrade- und High-Yield-Anleihen fallen. Bei Invest-

mentgrade-Unternehmensanleihen liegt der Break-Even-Spreadpuffer, d.h. die Spreadausweitung, bei der Unternehmensanleihen den gleichen Ertrag erbringen wie Staatsanleihen, bei 20 Basispunkten in den USA und rund 30 Basispunkten im Euroraum. Die steigenden Zinsen setzen auch den Unternehmensanleihen zu, aber immerhin sprechen das anziehende Wirtschaftswachstum und die gute technische Verfassung des Marktes weltweit für stabile oder sogar leicht fallende Spreads. Mit 105 Basispunkten sowohl in den USA als auch in Europa bieten High-Yield-Anleihen einen höheren Puffer als Investmentgrade-Anleihen.

## Aktien: Emerging Markets untergewichten

Wir raten in den nächsten Monaten zu einer **Untergewichtung der Emerging Markets.** Ihre Höhergewichtung auf „neutral“, als die Fed den QE-Ausstieg verschob, hat sich als verfrüht erwiesen. Wir haben die Unsicherheiten in den Märkten unterschätzt. Tatsächlich können die Einzelrisiken schnell zu systemischen Risiken werden. Mehr denn je sollte man bei Investitionen in den Emerging Markets selektiv vorgehen. Die auf Kapitalzuflüsse angewiesenen Länder mit Leistungsbilanzdefiziten zeigen nämlich keine überzeugenden Anpassungsbemühungen. Wir bevorzugen Länder, die vom Aufschwung in den Industrieländern profitieren und weniger von Kapitalabflüssen bedroht sind, wie Südkorea, Taiwan, die Philippinen oder Mexiko. Bei China bleiben wir zurückhaltend, weil sich die Liquiditätslage erneut verschlechtern könnte und die Banken mit notleidenden Krediten zu tun haben.

Trotz des voraussichtlich kräftigen Wachstums der US-Wirtschaft in diesem Jahr glauben wir, dass die derzeit hohen Margen und Bewertungen das Aufwärtspotenzial des **amerikanischen Aktienmarkts** begrenzen. Wir lassen ihn daher **untergewichtet.**

Trotz der bislang enttäuschenden Gewinnausweise im Euroraum sind wir davon überzeugt, dass die Konjunkturerholung bei den wichtigsten Handelspartnern den europäischen Unternehmen bessere Ergebnisse bescheren wird. Nicht zu vergessen ist auch, dass dank des hohen operativen Hebels der Unternehmen bereits ein moderater Umsatzanstieg zu einer deutlichen Gewinnsteigerung führt. Wir rechnen mit einem Gewinnwachstum von 10-15%. Deswegen empfehlen wir, **im Euroraum übergewichtet zu bleiben, insbesondere in Small Caps.**

Auch **in Großbritannien bleiben wir übergewichtet,** und zwar weiterhin über Small Caps (z.B. FTSE 250), um von deren Binnenorientierung zu profitieren. **An unserer Untergewichtung der Schweiz halten wir fest.** Der Markt ist nach wie vor überbewertet.

## Und wenn China strauchelt?

von Aidan Yao, Manolis Davradakis und Eric Chaney

Anfang des Jahres zitterten die internationalen Finanzmärkte beim Gedanken an einen möglichen Ausfall im chinesischen Finanzsektor. Seit langem schon hatte eine bestimmte Analystenschule prophezeit, das Wachstum in China werde wie ein Kartenhaus zusammenbrechen. Als der Ausfall eines spekulativen Anlagevehikels namens „Credit Equals Gold“ angekündigt wurde, hielt man den Anfang vom Ende für gekommen. Die Befürchtung war – und ist noch heute –, dass die chinesischen Behörden vielleicht die Büchse der Pandora geöffnet haben, als sie letztes Jahr zweimal die Liquiditätsbedingungen auf dem Interbankmarkt verschärften, und dass ein Ausfall eine Kettenreaktion nach dem Muster der Bankruins im 19. Jahrhundert auslösen könnte. Wir haben in einem früheren Beitrag ([‘Don’t panic about liquidity panic’](#)) die Auffassung vertreten, dass die chinesischen Behörden vielleicht nicht die Risiken jedes einzelnen Vermögensverwaltungsprodukts kontrollieren können (oder wollen). Sie seien aber sehr wohl in der Lage, einen systemischen Zusammenbruch des Kreditmarkts zu verhindern, so undurchsichtig er auch sein mag. Schließlich haben die chinesischen Behörden einen Kompromiss gefunden: Der Fonds wird nicht ausfallen, die Anleger erhalten nur ihren Kapitaleinsatz zurück, der Vertreter könnte zusammen mit dem Emittenten einen Teil der möglichen Verluste übernehmen müssen, und eine Drittpartei wird einen Anteil übernehmen – eine geschickte Lastenverteilung auf die Anleger und andere Parteien. Doch trotz des glimpflichen Endes bleibt eines rätselhaft: Die chinesischen Finanzmärkte sind weitgehend vom Rest der Welt abgeschottet (sicherlich weniger als vor zehn Jahren, aber die chinesische Kapitalbilanz ist immer noch unter strenger Kontrolle). Warum reagieren dann die internationalen Märkte so sensibel auf einen Beinaheausfall im chinesischen Finanzsektor?

### Das Risiko: realwirtschaftliche, nicht finanzielle Verflechtungen

Unserer Einschätzung nach sind die Verflechtungen zwischen China und dem Rest der Welt eher realwirtschaftlicher als finanzieller Art. Nehmen wir an, dass eine Finanzkrise in China die Liquiditätsversorgung vieler Privatunternehmen stört, und dass die dann entstehende Kreditkrise zu einem Einbruch der Binnennachfrage führt. Da China inzwischen ein sehr wichtiger Handelspartner von Emerging Markets und Industrieländern wie Deutschland ist, könnte die Weltwirtschaft Schaden nehmen. Außerdem sind die Finanzinstitute der Industrieländer mit 15% ihrer Auslandsforderungen in den Emerging Markets engagiert. Der realwirtschaftliche Schock könnte durch strengere Finanzierungsbedingungen weiter verstärkt werden. Vor allem aber könnte die Verunsicherung infolge eines Ausfalls im chinesischen Finanzsektor die Unternehmen weltweit veranlassen, ihre Investitionen bis auf weiteres zurückzustellen.

### Das Worst-Case-Szenario

Angesichts der realen Gefahr eines Ausfalls im chinesischen Finanzsektor haben wir das unseres Erachtens ungünstigste Szenario analysiert. Es beginnt mit dem Ausfall eines Vermögensverwaltungsprodukts; dieser löst massive Verkäufe anderer schwach regulierter Schattenbankprodukte aus, und schließlich gerät das Bankensystem selbst unter Druck. Obwohl von der Schnelligkeit der Kettenreaktion überrascht, reagieren die chinesischen Behörden umgehend mit Liquiditätsspritzen (z.B. in Form von Wertpapierankäufen oder niedrigeren Mindestreservesätzen), Rettungsaktionen für die schwächsten Finanzinstitute und Konjunkturprogrammen. Für die Zwecke unserer Analyse haben wir angenommen, dass das Vermögensverwaltungsprodukt im 1. Quartal dieses Jahres ausfällt und die geld- und fiskalpolitischen Gegenmaßnahmen im 2. Quartal beschlossen und umgesetzt werden (und im 2. Halbjahr ihre Wirkung auf die Wirtschaft entfalten). *Abbildung 3* zeigt unsere Annahmen für das BIP-Wachstumsprofil in China relativ zum Langfristtrend: schwächer im 1. Halbjahr, dann stärker und schließlich Konvergenz gegen den Langfristtrend. Wir gehen davon aus, dass das BIP-Wachstum dieses Jahr um 1,5 Prozentpunkte niedriger (6,0% statt 7,5%) und im nächsten Jahr geringfügig höher wäre als erwartet (7,5% statt 7,3%).

Da China, die übrigen Emerging Markets und die Industrieländer unseres Erachtens über den Außenhandel miteinander verflochten sind, haben wir die Auswirkungen der Wachstumsabschwächung in China auf den Rest der Welt mit einem vektorautoregressiven Modell geschätzt, das unverzögerte und verzögerte Wechselwirkungen zwischen den Quartals-BIPs Chinas, der übrigen Emerging Markets und der Industrieländer abbildet. Dann haben wir die Auswirkungen des Worst-Case-Szenarios für China mit dem Modell geschätzt (*Abbildung 4*). Die erwähnte Verstärkung des realwirtschaftlichen Schocks über das Finanzsystem dürfte durch das Modell erfasst werden, denn diese Verstärkung ist an die Wechselwirkungen zwischen den BIPs der Industrieländer und Emerging Markets geknüpft. Bis zu einem gewissen Grad dürfte das Modell auch die Auswirkung der Verunsicherung erfassen. Die Verunsicherung infolge eines nie da gewesen Ereignisses wie ein Ausfall im chinesischen Finanzsektor kann das Modell jedoch kaum vollständig abbilden.

Abbildung 3

Wenn China strauchelt, wären die übrigen Emerging Markets stärker betroffen

Quellen: Datastream, AXA IM Research

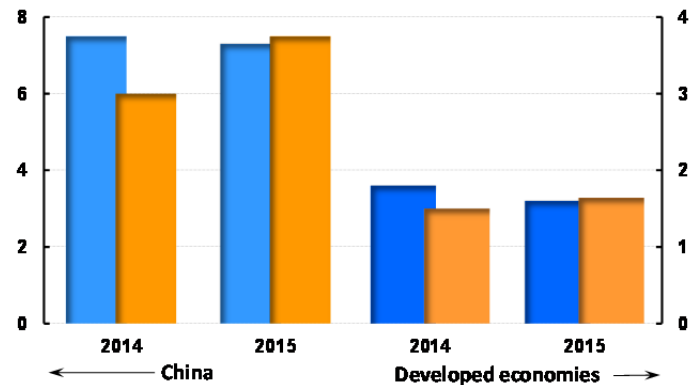


Unser wichtigstes Ergebnis ist, dass die Elastizität des BIP-Wachstums der Industrieländer gegenüber dem BIP-Wachstum Chinas rund 0,2 beträgt, während das BIP-Wachstum der Emerging Markets doppelt so sensitiv ist (Elastizität: 0,4). Sie wären also die Hauptleidtragenden einer Wachstumsabschwächung in China. Das gilt auch in umgekehrter Richtung: Ein fiskal- oder geldpolitischer Impuls in China würde über den Außenhandel den übrigen Emerging Markets doppelt so viel Schub geben wie den Industrieländern. Wir halten unsere Schätzungen, mit denen wir Neuland betreten haben, für konservativ.

Abbildung 4

Ein Ausfall im chinesischen Finanzsektor könnte das Wachstum der Industrieländer um rund 0,25 Prozentpunkte verringern

Baseline (blue) and alternative (orange) scenarios (annual GDP growth, %)



Quellen: Datastream, AXA IM Research

Konsequenzen für Finanzanlagen: Fluch für Aktien, Segen für Anleihen

Die erste Reaktion der Anleger auf einen Ausfall im chinesischen Finanzsektor wäre wohl, sich in sichere und liquide Vermögenswerte zu flüchten, d.h. in – vorzugsweise amerikanische – Staatsanleihen. Die amerikanischen Zehnjahresrenditen gingen um 70 Basispunkte auf rund 2,0% zurück. Die Investoren würden risikoreichere Anlagen meiden, bis die chinesischen Behörden überzeugende Maßnahmen zur Konjunkturbelebung ergreifen und sich eine Erholung abzeichnet. Das könnte in unserem Szenario bis zu sechs Monate dauern. Eine Schlüsselfrage ist, wie die Fed reagieren würde. Würde sie angesichts kurzfristiger Zinsen von nahe null den QE-Ausstieg rückgängig machen und wieder verstärkt Wertpapiere kaufen? Wir glauben es nicht. Das Quantitative Easing zielt in erster Linie auf niedrigere Langfristzinsen ab. Die wären in unserem Szenario aber schon durch die Märkte nach unten gedrückt worden, so dass eine QE-Verstärkung überflüssig wäre, aber die Glaubwürdigkeit der Fed beschädigen könnte.

Insgesamt glauben wir, dass dieses Jahr die Erträge amerikanischer Aktien im Worst-Case-Szenario um 10 Prozentpunkte niedriger wären als in unserem Hauptszenario, während die europäischen und die Emerging-Markets-Aktien Ertragseinbußen von 20 bzw. 30 Prozentpunkten erlitten. Die Zehnjahresrenditen könnten am Jahresende 50 Basispunkte unter unseren aktuellen Prognosen liegen, also im Falle amerikanischer Staatsanleihen bei 3,0% statt 3,5%. Ein Ausfall im chinesischen Finanzsektor könnte den langfristigen Abwärtstrend der Anleihemärkte zwar nicht außer Kraft setzen, käme in diesem Jahr aber den Anleihen sehr zugute.

Letzte Frage: Kann man die Wahrscheinlichkeit des Worst-Case-Szenarios schätzen? Das ist mangels zuverlässiger Daten zum chinesischen Finanzsystem sehr schwierig. Sehr vorsichtige Anleger können von 10% ausgehen – was wir für hoch gegriffen halten.



**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 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.

