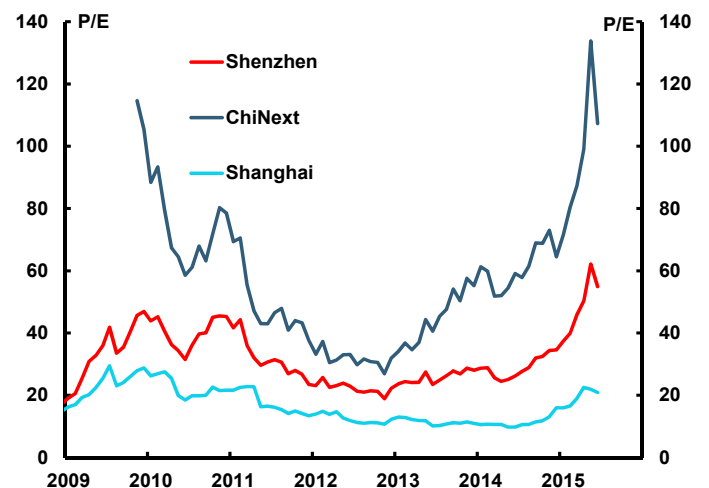


Griechenland und China: Begrenzte Risiken, Aktien übergewichtet

Im Überblick

- Veränderungen der Asset-Allokation:** In **risikoreichen Wertpapieren** sind wir jetzt zulasten von Kasse **übergewichtet**.
- Der Euro-Gipfel am 12. und 13. Juli brachte ein drittes Hilfspaket für Griechenland; das Grexit-Risiko ist daraufhin erheblich zurückgegangen. Wir haben deshalb **Aktien aus dem Euroraum übergewichtet**.
- Der Einbruch chinesischer Aktien, der möglicherweise noch nicht zu Ende ist (**A-Shares weiter untergewichten**), dürfte kaum Auswirkungen auf die Inlandsnachfrage in China haben. Nur 3% der chinesischen Privatvermögen sind in Aktien investiert. Dennoch kann ein (wenn auch begrenztes) Übergreifen auf andere asiatische Märkte nicht ausgeschlossen werden. **In asiatischen Emerging Market sind wir jetzt nur noch neutral positioniert**.
- Im Festzinsbereich sind wir für **US-Treasurys weiter pessimistisch**: Eine Zinserhöhung der Fed rückt immer näher. Wir erwarten einen Rückgang der Spreads von deutschen Bundesanleihen und Peripherieländer-Staatsanleihen.
- Das gesamtwirtschaftliche Umfeld dürfte sich weltweit verbessern. Das Wachstum in Europa und den USA zieht an.
- Die schwächere Nachfrage aus China könnte der Grund für die Unterschiede zwischen Emerging Markets und Industrieländern sein. Trotz erster Anzeichen für eine Bodenbildung des chinesischen Wachstums bleiben die Konjunkturaussichten unsicher. Gründe sind der Einbruch des chinesischen Aktienmarkts und die allgemeine Schwäche der Emerging Markets.

Abbildung 1
Chinesische Aktien: Weitere Korrektur wahrscheinlich
China: stock market valuations



Quellen: CEIC und AXA IM Research

Empfehlungen für die Asset-Allokation

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

▲/▼ Veränderung ggü. dem Vormonat

Quelle: AXA IM Research

Die Finanzmärkte haben während des Griechenland-Dramas eine Berg- und Talfahrt erlebt. Nach dem Euro-Gipfel am 13. Juli (siehe Box) werden die Verhandlungen über ein drittes Hilfspaket für Griechenland die Märkte weniger stark bestimmen als im Vorfeld das Grexit-Risiko. Die Aufmerksamkeit wird sich wohl wieder auf die Straffung der Geldpolitik in den USA richten.

Europa fürchtet keinen Grexit mehr

Da für die Anleger die Lage in Griechenland im Vordergrund stand, wurden die Märkte nicht mehr von der Konjunktur bestimmt. Das galt insbesondere für den Euroraum, wo Aktien seit ihrem Jahreshöchststand um über 10% gefallen sind - trotz der weiterhin ordentlichen Konjunkturdaten. Sie signalisieren, dass die Erholung auf einem guten Weg ist.

Nach einem stabilen Anstieg im 1. Quartal dürfte das Wachstum auch im 2. Quartal weiter anziehen - auf fast 2% p.a. Getrieben wurde die Konjunktur vor allem vom privaten Verbrauch, gestützt auf niedrige Energiepreise und ein rasches Kreditwachstum. In Italien mehren sich die Signale für eine Wende zum Besseren. Sowohl das Verbraucher- als auch das Geschäftsvertrauen (*Abbildung 2*) deuten auf einen nachhaltigen Aufschwung hin. Die besseren Finanzierungsmöglichkeiten und die Strukturreformen der letzten Jahre scheinen allmählich Früchte zu tragen.

Abbildung 2

Italien: Die Zeichen für eine Wende mehren sich



Quellen: Institute for Studies & Economic Analyses and AXA IM Research

Bislang hat die Lage in Griechenland keine erkennbaren Folgen für die Konjunktur in anderen Euroraum-Ländern. Nur ein unerfreulicher und chaotischer Grexit könnte die Märkte weltweit erschüttern und der Realwirtschaft einen Schock versetzen. Dieses Szenario ist aber nach dem Treffen am 13. Juli mehr als unwahrscheinlich geworden.

USA: Konjunkturbelebung ebnet den Weg für Zinserhöhungen

Die US-Wirtschaft scheint nach ihrer Schwäche am Anfang des Jahres wieder auf einem stabilen Wachstumskurs zu sein. Das BIP im 1. Quartal wurde nach oben revidiert (auf -0,2% p.a.), weil man den privaten Verbrauch jetzt für stabiler hält. Nach den jüngsten Daten ist das Wachstum im 2. Quartal auf 3% p.a. gestiegen. Die Probleme, die für den BIP-Rückgang im 1. Quartal verantwortlich waren, sind vorüber.

Der private Verbrauch steigt weiter stabil, auch dank der erfreulich niedrigen Energiepreise und der Fortschritte am Arbeitsmarkt. Der starke Anstieg des Verbrauchervertrauens signalisiert, dass die privaten Haushalte das ihnen durch billigeres Öl zusätzlich zur Verfügung stehende Geld in den nächsten Quartalen ausgeben werden.

Der Ausblick für die Industrie bleibt aber eher schwach. Nach den offiziellen Zahlen ist die Produktion in der ersten Jahreshälfte 2015 nicht gestiegen. Der Chicago-Einkaufsmanagerindex bewegt sich um seinen niedrigsten Stand seit Beginn der Finanzkrise, und unser Surprise Gap Index ist gefallen (signalisiert aber noch immer im Wachstum). Der Grund ist wahrscheinlich die weltweit sehr schwache Produktion. Auch die Einkaufsmanagerindizes in Großbritannien, China und den meisten Emerging Markets sind schwach; der starke US-Dollar belastet zusätzlich.

Wir gehen nicht davon aus, dass diese Wachstumsunterschiede die Zinserhöhungen der Fed verzögern. Möglicherweise wird die Zentralbank ihre Geldpolitik aber langsamer normalisieren als ursprünglich geplant. Unserer Ansicht nach wird eine starke Erholung der Wirtschaft im 2. Quartal (mehr als 2,5% Wachstum p.a.) der Fed Argumente für eine Zinserhöhung liefern. Angekündigt wird sie vermutlich Mitte Juli, wenn Fed-Chefin Yellen dem Kongress ihren halbjährlichen Bericht vorträgt.

Die inländischen Risiken werden im September vermutlich keine große Rolle spielen, aber die weltwirtschaftlichen Risiken sind weniger berechenbar. Starke Marktturbulenzen, ausgelöst durch die Aussicht auf weitere Kurseinbrüche, vor allem in China und seinen Nachbarländern, könnte die Fed zu einer Verschiebung der ersten Zinserhöhung ins 4. Quartal veranlassen. Ebenso wie alle anderen Marktteilnehmer wird die Fed sehr genau darauf achten, wie sich die Lage in Griechenland in den nächsten Wochen entwickelt. Aber wie es auch kommt: Wir gehen davon aus, dass die Fed ihre Geldpolitik nach dem ersten Zinsschritt ganz allmählich straffen wird. Wir haben ein Auge auf die weitere Geldmengenpolitik der Fed, die starke Reaktionen der Anleihemärkte auslösen könnte.

Emerging Markets und Industrieländer: Entkopplung wegen schwacher Nachfrage in China

Die Lage der Emerging Markets scheint sich zu bessern. Dafür sprechen vor allem die besseren Daten aus Ungarn, Polen und Tschechien (CEE3). Im Juni sind die Einkaufsmanagerindizes (PMIs) im Vormonatsvergleich gestiegen, insbesondere in Zentraleuropa und Lateinamerika. In Asien haben sie sich allerdings nicht verändert. Sie stehen noch immer bei etwa 50 oder unter dieser Marke, die Wachstum signalisiert. Wir gehen davon aus, dass das Wachstum nur in den CEE3-Ländern steigt - wegen ihrer Nähe zum Euroraum, wo die Aussichten besser geworden sind. Unserer Einschätzung nach dürfte dem Wachstum anderer Länder bald die Luft ausgehen, entweder aufgrund einer strafferen Geldpolitik (Brasilien), niedriger Rohstoffpreise bei einer Einigung mit dem Iran oder wegen des schwachen Wachstums und der schlechten Aktienmarktentwicklung in China. Bislang signalisieren aber die Handelsdaten aus Korea einen steigenden Export. Dennoch lassen die tendenziell rückläufigen PMIs eine nur vorübergehende Erholung der asiatischen Exporte erwarten.

Einigung über Griechenland: Die Kreditgeber haben ihren Einsatz verdoppelt

Von Eric Chaney und Manolis Davradakis

Die Einigung beim europäischen Gipfeltreffen nach 17 Stunden ununterbrochener Verhandlungen am 13. Juli war der vorerst letzte Höhepunkt in einem griechischen Drama, in dem Vertrauen am Ende ein äußerst knappes Gut war. Griechenland hat akzeptiert, dass der IWF die gleiche Rolle spielt wie beim zweiten Hilfspaket (also sowohl Kapital zur Verfügung stellt als auch die Einhaltung der Vereinbarung überwacht). Dies hat entscheidend dazu beigetragen, dass die anderen Euro-Mitgliedsländer Griechenland wieder mehr vertrauen. Alles in allem scheint die Vereinbarung die strenge deutsche Position widerzuspiegeln. Lasst uns Griechenland im Euro halten, lasst uns Griechenland helfen, aber nur, wenn das Land zu echten Reformen seiner Institutionen und der Volkswirtschaft bereit ist. Das griechische Parlament muss der Vereinbarung noch zustimmen, damit Verhandlungen über ein drittes Hilfspaket beginnen können, das dann drei Jahre laufen soll. Einige dieser Bedingungen, etwa eine Angleichung der Mehrwertsteuersätze auf höherem Niveau bei einer breiteren Steuerbasis, eine sofortige Rentenreform, die Unabhängigkeit der Statistikbehörde und die Umsetzung des Fiskalpakts sollen bis zum 15. Juli in Gesetzesform gebracht werden. Einige andere, etwa eine neue Zivilprozessordnung und die Umsetzung der Bankenabwicklungsrichtlinie spätestens am 22. Juli.

Erst danach kann die frühere Troika aus IWF, EU-Kommission und EZB mit Verhandlungen über ein neues Memorandum beginnen – das Böse M-Wort. Möglich wurde die Einigung über ein drittes Hilfspaket nur, weil die europäischen Staats- und Regierungschefs eine Reihe ehrgeiziger Bedingungen verabschiedet haben. Einige Beispiele:

- eine ehrgeizige Rentenreform und ein ausgeglichener Haushalt spätestens im Oktober 2015
- eine ehrgeizige Deregulierung der Güter- und Dienstleistungsmärkte gemäß den OECD-Empfehlungen, einschließlich der Öffnung bislang geschlossener Branchen wie dem Fährbetrieb
- Privatisierung des Elektrizitätsnetzes
- Arbeitsmarktreform beginnend mit Tarifverhandlungen, allerdings ohne Hinweis auf die ILO-Regeln (entgegen den Wünschen der Gewerkschaften)
- Übertragung von zu privatisierendem Staatseigentum und einem unabhängigen Fonds (nach dem Vorbild der deutschen Treuhandanstalt) mit 50 Mrd. Euro Zielvolumen
- Entpolitisierung des öffentlichen Dienstes
- Volle Kooperation mit den Institutionen vor Ort in Athen (also Rückkehr der Troika-Inspektoren)

Im Gegenzug bekommt Griechenland ein dreijähriges Hilfspaket mit einem Volumen von etwa 84 Mrd. Euro und einen Puffer von 10 bis 25 Mrd. Euro zur Rekapitalisierung des griechischen Bankensystems und der Finanzierung von Bankenabwicklungen. Von diesem Puffer werden 10 Mrd. Euro sofort auf einem Sonderkonto beim ESM zur Verfügung gestellt. Hinzu kommt ein Überbrückungskredit von etwa 7 Mrd. Euro, so dass Griechenland seinen Verpflichtungen gegenüber dem IWF (einschließlich Rückständen) und der EZB im Sommer nachkommen kann. Darüber hinaus könnte die EU-Kommission bis zu 35 Mrd. Euro zur Finanzierung von Investitionen in Griechenland bereitstellen. Eine Mrd. Euro würden vorfinanziert und könnte sofort zur Verfügung stehen.

Zu guter Letzt haben die Euromitgliedsländer eine Schuldenentlastung für Griechenland akzeptiert (aber keinen klassischen Haircut). Stattdessen wird die Rückzahlung weiter in die Zukunft verschoben und gestreckt, sofern die im Memorandum vereinbarten Maßnahmen vollständig umgesetzt werden und der erste Fortschrittsbericht zu einem positiven Ergebnis kommt. Implizit war stets klar gewesen, dass die Kreditgeber eine Senkung des Gegenwartswerts der Schulden akzeptieren würden. Jetzt ist es offiziell.

Auf den ersten Blick scheint dieses Hilfspaket sehr ambitioniert und teuer. Wenn es vollständig umgesetzt wird, hätte die griechische Volkswirtschaft tatsächlich eine Chance, sich zu erholen und neue Stellen zu schaffen. In gewisser Weise und möglicherweise aus Angst vor den unbekanntem Folgen eines Grexit haben die Kreditgeber ihren Einsatz verdoppelt anstatt die Verluste zu akzeptieren. Doch noch gibt es viele Hindernisse auf dem Weg zu einem positiven Ergebnis.

Zunächst muss das griechische Parlament die Erklärung des Eurogipfels billigen. Dies dürfte nicht schwierig sein, da die moderaten Oppositionsparteien sowie die meisten Syriza-Abgeordneten wohl zustimmen werden. Möglicherweise könnte eine Neuordnung der griechischen Politik sogar eine neue Zweckkoalition hervorbringen. Zweitens müssen die Parlamente wichtiger Länder wie Deutschland, Finnland, die Niederlande und Irland ebenfalls ihr Placet geben. Spannend wird es in den Niederlanden. Drittens bieten die Verhandlungen über das Memorandum Griechenland viele Möglichkeiten, hier und da noch Zugeständnisse auszuhandeln. Drittens müssen die Reformen ernsthaft umgesetzt werden, damit sich jene Kräfte entfalten können, die zuletzt zu oft durch Bürokratie, Schutz von Interessen und Korruption behindert wurden. Die früheren Erfahrungen aus dem Euroraum zeigen, dass dies vermutlich der schwierigste Teil des Programms sein wird.

Die Weltkonjunktur wird weiter von den Industrieländern bestimmt. Die jüngsten Daten bestätigen unsere Einschätzung, dass die Wirtschaft im Sommer anzieht. Die Märkte dürften **volatiler bleiben**, zumal wir im September mit der ersten Zinserhöhung der Fed rechnen. **Deshalb sind wir jetzt in Aktien kurzfristig zu Lasten von Kasse übergewichtet.**

Wir meinen, dass eine Zinserhöhung in den USA ungünstig für die Anleihenmärkte sein wird. Auch wenn wir davon überzeugt sind, dass die Fed sehr genau auf ihre Rhetorik achten wird, gehen wir jetzt von einem anderen Zeitplan aus als bisher. Nach fast sieben Jahren Nullzinspolitik, drei Quantitative-Easing-Programmen und der Operation Twist drängt sich die Erwartung einer höheren Volatilität auf. Es ist plausibel, dass die neue Situation (über die steigenden Renditen von US-Treasuries) zu Kursrückgängen bei Anleihen führt. Wir halten das für den Beginn der Normalisierung. Die Nullzinspolitik und - noch wichtiger - das Quantitative Easing wurden eingeführt, um die Laufzeitprämie zu senken. Zugegebenermaßen zog sich dieser Prozess mehr oder weniger bis Ende 2011 hin. Dann erst zwangen die Prognosen der Fed und das anschließende dritte Quantitative Easing die Langfristrenditen in die Knie. Schließlich fiel die Laufzeitprämie für Zehnjahrespapiere, die Investoren für das Halten langfristiger Festzinspapiere entlohnen soll, unter Null. Heute ist alles anders. Der risikolose Zins, der die Leitzinserwartungen der Anleger abbildet, steigt allmählich. Wir gehen davon aus, dass sich die Laufzeitprämie die Renditen sowohl von kurz- als auch von langlaufenden US-Treasuries weiter steigen lassen. Ein solcher Anstieg dürfte aber sehr unkontrolliert verlaufen, da die Anleger auch mögliche Maßnahmen der Fed zur Verkürzung ihrer aufgeblähten Bilanz berücksichtigen. Wir glauben dennoch, dass die Renditen am Ende maßvoll steigen. Dafür sorgt die Fed mit ihrer nur allmählichen Straffung der Geldpolitik.

Außerdem sind wir davon überzeugt, dass sich die Renditen deutscher Bundesanleihen und amerikanischer Treasuries langfristig ähnlich entwickeln. Ebenso überzeugt sind wir aber, dass kurzfristig genau das Gegenteil der Fall sein wird. Die EZB wird ihr Wertpapierkaufprogramm fortsetzen und, falls bei einem starken Volatilitätsanstieg nötig, ihre Käufe vorziehen.

Alles in allem bleiben wir in Staatsanleihen neutral positioniert, empfehlen Longpositionen in europäischen Staatspapieren und eine Shortposition in US-Treasuries.

Die kurzfristige Volatilität wird die Aktienmärkte abwechselnd steigen und fallen lassen, je nach der aktuellen Nachrichtenlage. Wir gehen aber auch davon aus, dass sich die Konjunkturdaten verbessern und die Kurse risikoreicher Wertpapiere stützen - auch wenn das Anlegerinteresse auf absehbare Zeit vermutlich gering sein wird. Die Gewinndynamik, die zuletzt eher schwach war, dürfte noch in diesem Jahr anziehen. Sie kann dann als Puffer für die Bewertungen dienen, die noch immer beim 19-fachen der realen und dem 17-fachen der erwarteten Gewinne liegen.

Wir meinen noch immer, dass sich die Aktienmärkte zurzeit so verhalten wie bei einer vorübergehenden Konsolidierung und gehen nicht von einer starken Korrektur aus. Die Hausse dauert jetzt schon sieben Jahre. Einige mögen zu Bedenken geben, dass dies deutlich länger ist als in der Vergangenheit üblich. Stimmt! Aber keine Hausse endet ohne Grund. Entscheidend sind die Geldpolitik und/oder fallende Gewinnmargen.

Beides halten wir angesichts des allgemeinen Umfelds zurzeit nicht für relevant. Dennoch stimmen wir zu, dass sowohl das eine als auch das andere durch Entwicklungen in den USA ausgelöst werden könnte. Die Fed wird wohl die Leitzinsen erhöhen, und die steigenden Lohnstückkosten werden mit großer Wahrscheinlichkeit in den nächsten etwa zwölf Monaten auf die Märkte durchschlagen. Aber das ist es noch lange hin.

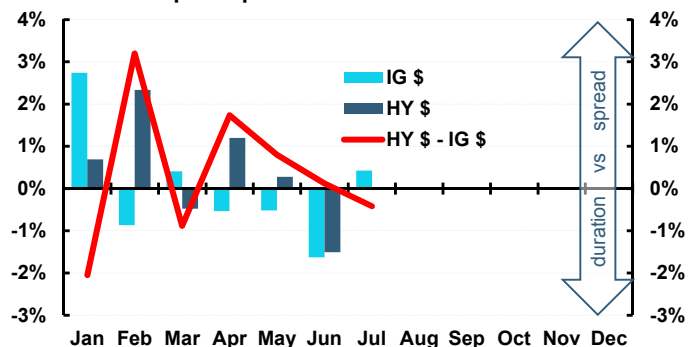
Wir bekräftigen deshalb unsere langfristige Überzeugung, dass diese Hausse anhält, auch wenn die Renditen langlaufender US-Treasuries steigen.

Die Anleihenmärkte haben im Juni verloren. Die Staatsanleiherenditen sind gestiegen, und die Credit-Spreads haben sich ausgeweitet. Investmentgrade-Anleihen und High Yield haben sich ähnlich entwickelt, so dass das Durations-/Spread-Pendel im Juni in Richtung Spreads und im Juli in Richtung Duration ausgeschlagen hat (Abbildung 3).

Abbildung 3

Das Durations-/Spread-Pendel hat im Juli wieder in Richtung Duration ausgeschlagen.

The duration/spread pendulum in 2015



Quellen: Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg und AXA IM Research

Seit Jahresbeginn haben sich High-Yield-Anleihen besser entwickelt als Investmentgrade-Papiere, aber der Abstand hat sich verringert. So sind die Renditen Dollar-denomierter High-Yield-Anleihen auf 2,5% zurückgegangen, während Dollar-denominierte Investmentgrade-Anleihen am Ende wieder ihren Ausgangspunkt erreichten. Wir gehen davon, dass High Yield (Spread) im Sommer vor Investmentgrade-Anleihen (Duration) liegen wird, da im September eine Zinserhöhung der Fed ansteht. Wenn sich aber im September zeigt, dass die Fed diesen Schritt verschiebt - wegen der Lage in Griechenland oder der Wachstumsschwäche Chinas - besteht das Risiko, dass High-Yield-Anleihen nicht besser abschneiden. Im Juli scheint bislang genau dies der Fall zu sein.

Die zweite Jahreshälfte 2015 wird besser

In den USA sind wir besonders stark untergewichtet. Die jüngsten Mehrerträge schreiben wir eher der Flucht in sichere Häfen zu als einer echten Stärke. Dies zeigt sich an der schwachen Gewinndynamik.

Schon seit Monaten belasten das Griechenland-Drama und die volatileren Zinsen die Aktienmärkte im Euroraum. Daran ändert sich vorerst nichts. Dennoch scheint sich ein drittes Hilfspaket abzuzeichnen, verbunden mit einem Überbrückungskredit. Ein solches Ergebnis wäre aus unserer Sicht günstig für die Märkte. Die Marktteilnehmer dürften sich dann

bald wieder auf die Konjunktur konzentrieren. Wir empfehlen daher, Euroraum-Aktien stärker überzugewichten, empfehlen aber auch eine angemessene Absicherung gegen Verluste.

Kurzfristig halten wir Japan für sehr überzeugend. Die Wachstumsdynamik zieht an und die BoJ wird die Wirtschaft mit ihrer Geldpolitik weiter stützen.

Trotz der bisherigen Minderperformance der **Emerging Markets** insgesamt, bleiben wir **untergewichtet**. Mit einem KGV von 14,5 ist die Bewertung noch nicht günstig genug. Außerdem ist die Gewinndynamik trotz erster Anzeichen einer Stabilisierung noch immer enttäuschend.

China wird seine Berg- und Talfahrt höchstwahrscheinlich fortsetzen, obgleich man mit Maßnahmen wie der Verschiebung von Börsengängen, Liquiditätsspritzen der Notenbank und der Selbstverpflichtung von Fonds, Aktienfutures zu kaufen, den freien Fall von A-Shares zu bremsen versucht. Die KGVs sind nach dem Kurseinbruch kräftig zurückgegangen und werden allmählich interessant. Aber die Märkte überschießen in der Regel. Eine weitere Korrektur um unserer Einschätzung nach etwa 20% ist möglich und würde die Behörden zu weiteren Interventionen veranlassen.

Bislang waren die **asiatischen Emerging Markets** dank der vernünftigen Bewertungen und der umsichtigen Entscheidungen der Zentralbanken **recht ruhig**. Es wäre aber falsch, die

jüngsten Warnsignale zu ignorieren. **Wir werden also von einer Übergewichtung zu einer neutralen Positionierung übergehen.**

Risiken:

- **Griechenland: Griechenland oder andere Länder lehnen die auf dem EU-Gipfel getroffene Vereinbarung ab; Ausfall der von der EZB gehaltenen Anleihen, so dass keine Liquiditäts-Soforthilfe mehr geleistet wird;** Markt-turbulenzen könnten die Wirtschaft belasten.
- **Terroranschläge weltweit, darunter Cyberangriffe; Instabilität im Nahen Osten.**
- **Anhaltende Deflation im Euroraum** oder, noch schlimmer, ein Übergreifen auf andere Regionen.
- Bevölkerungspolproteste gegen die Wirtschaftspolitik führen zu **politischer Instabilität in Europa:**
 - o **Unabhängigkeitsreferenden**
 - o **Auseinanderentwicklung der Staatsfinanzen im Euroraum**
- **Schlecht geplante Exit-Strategien** der wichtigen Zentralbanken.

Der chinesische Börsenkrach ist dramatisch, aber kein neues 1929

Die Auswirkungen auf die Realwirtschaft werden spürbar sein aber keine Katastrophe

Von Eric Chaney, Aidan Yao und Franz Wenzel

Der chinesische Onshore-Aktienmarkt erfährt gerade eine dramatische Korrektur, nachdem er von Oktober 2014 bis Juni 2015 enorm gestiegen ist (um 105%). In der Realwirtschaft, deren Wachstum zwar etwas nachlässt aber real noch immer 6,5% bis 7% beträgt, gab es nichts, was eine Verdopplung der Aktienkurse gerechtfertigt hätte. Für den jüngsten Börsenkrach gibt es aber ebenfalls keine realwirtschaftliche Erklärung. Die Rallye im Vorjahr, die dieses Jahr zu einer Bubble wurde (so dass AXA IM seine Empfehlung für A-Shares am 10. April zurücknahm) war vor allem die Folge der Finanzmarktliberalisierung, insbesondere der neuen Möglichkeit, Aktien auf Kredit zu kaufen (Margin Lending) sowie des Inkrafttretens von Shanghai-Hongkong Connect. Auch strukturelle Aspekte spielten eine Rolle. Der Schuldenabbau der Unternehmen, der von der chinesischen Regierung begrüßt wurde, hatte viele Unternehmen veranlasst, verstärkt auf Eigenkapital statt auf Fremdkapital zu setzen. Die Folge waren zahlreiche Börsengänge. Der Staat förderte die Kursrallye bis klar wurde, dass es sich um eine Bubble handelte. Jetzt schränkte er die Möglichkeiten kreditfinanzierter Aktienkäufe ein, damit der Preisblase die Luft ausging, was wir gerade jetzt erleben. Mittlerweile versucht der Staat, den Markt mit einer Reihe von Maßnahmen wieder zu stabilisieren. Sie wirken ein wenig improvisiert, möglicherweise weil es an Konsens darüber mangelt, auf welchem Kursniveau sich der Markt einpendeln soll.

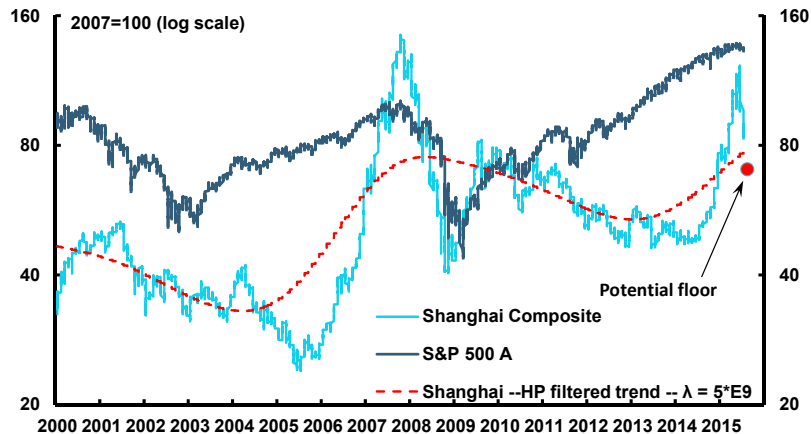
Für die Zukunft gibt es zwei entscheidende Fragen: Die schwierigste (aber weniger wichtige) ist, wie tief kann der Markt noch fallen? Die wichtigere ist, welche realwirtschaftlichen Auswirkungen wird es geben? Unsere Antwort auf die erste Frage lautet, möglicherweise weitere 20%. Und was die zweite Frage angeht glauben wir, dass die kurzfristigen Auswirkungen ein um 0,3 Prozentpunkte niedrigeres Wirtschaftswachstum in der zweiten Jahreshälfte sein werden, **wenn sich die chinesischen Behörden weiter zurückhalten**. Wenn sie hingegen auf ein umfassendes Paket aus expansiver Geld und Fiskalpolitik setzen, um ihre Wachstumsziele zu erreichen, werden die Auswirkungen geringer sein.

Interessant sind auch einige simple Fakten zum chinesischen Onshore-Aktienmarkt, wo es immer wieder zu Preisblasen kam. Von Juni 2006 bis Dezember 2007 ist der Shanghai Composite Index um 225% gestiegen, um anschließend um 65% zu fallen, auf einen Tiefpunkt im Dezember 2008. Zum Vergleich: Die 20-monatige Hausse, die den Index auf 5.166 Punkte am

12. Juni steigen ließ, erscheint mit gerade einmal 105% Kursgewinn mäßig. Sofern sich die Auswirkungen auf die Realwirtschaft in Grenzen halten (siehe unten) und obwohl die Behörden sich noch nicht einig sind, wann die Schmerzgrenze erreicht ist, halten wir eine Korrektur um weitere 20% für eine ausreichend pessimistische Hypothese – wenn auch nicht unbedingt für ein echtes Worst-Case-Szenario. Insgesamt hätte der Aktienmarkt dann seit seinem Höchststand 40% verloren. Auf dem derzeitigen Kursniveau erscheinen chinesische A-Shares nicht mehr übermäßig teuer. Die für Märkte typischen Übertreibungen und Untertreibungen sprechen hingegen für ein geringeres Verlustrisiko. Es sind eher die Behörden, die uns irritieren. Ihre Wegeschießen wir noch höhere Verluste nicht aus.

China: Ein für Preisblasen anfälliger Aktienmarkt

China - stock market indexes



Quellen: Datastream und AXA IM Research

Kommen wir zu den Auswirkungen auf die Realwirtschaft. Es gibt drei Gründe, weshalb sie sich in Grenzen halten dürften, und warum der so oft gezogene Vergleich mit 1929 unzutreffend ist:

- Zum einen ist nur ein sehr kleiner Teil der chinesischen Ersparnisse in Aktien investiert, etwa 3% nach unseren Schätzungen, so dass der sogenannte Vermögenseffekt von sekundärer Bedeutung ist – anders als in Industrieländern wie den USA und Großbritannien.
- Zweitens ist der Aktienmarkt schnell und rasch gestiegen. Es ist daher kaum vorstellbar, dass Privatanleger den Höchststand der Kurse als neue Benchmark für die Aktienbewertung ansehen.
- Drittens entfällt nur ein sehr kleiner Teil der chinesischen Unternehmensfinanzierung auf Börsen. In der ersten Hälfte dieses Jahres waren es weniger als 5% und 2014 waren es nur 2,6%. Der Löwenanteil entfällt noch immer auf Bankkredite – und das in einem Land, in dem die Banken staatlich sind.
- Viertens gibt es in China keinen freien Kapitalverkehr mit dem Ausland oder, besser gesagt, seit der Einführung von Shanghai-Hongkong Connect fast gar keinen freien Kapitalverkehr. China wird daher dem Schicksal der meisten Emerging-Market-Länder entgehen, die nach dem Platzen einer Aktienmarktblase mit großen Kapitalabflüssen fertigwerden mussten. Dies führte dann wiederum zu einer heftigen Währungsabwertung und zwang die Notenbank zu Zinserhöhungen, um die Währung zu stabilisieren und einen Anstieg der Inflation auf ein Niveau zu verhindern, das soziale Unruhen ausgelöst hätte.

Wenn wir versuchen, die Auswirkungen eines geringeren Konsums und weniger privater Investitionen abzuschätzen, ermitteln wir einen vorübergehenden Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage um 0,2 bis 0,4 Prozentpunkte in den nächsten sechs Monaten, sofern die chinesische Fiskalpolitik nur wenig über das hinausgeht, was bereits beschlossen worden ist. Da noch immer knapp 50% des BIP auf Investitionen entfallen braucht es nicht viel, um einen Ausgleich für einige wenige Prozentpunkte zu schaffen.

Wichtiger sind unserer Ansicht nach die Langfristfolgen des Börsenkrachs, zumal er Auswirkungen auf die derzeit beeindruckende Reformtätigkeit in China haben könnte – beginnend mit der Finanzmarktliberalisierung über eine allmähliche und sehr behutsame Öffnung der Grenzen für Kapital bis zum Aufbau eines sozialen Netzes und einer Schwerpunktverlagerung von der Industrie zu Dienstleistungen. Wir werden diese langfristigen Themen noch ausführlicher besprechen, sobald sich der Staub gelegt hat, den das Platzen der Aktienmarktblase aufgewirbelt hat.

AXA IM Research gibt es auch online: <http://www.axa-im.com/en/research>

Oder nutzen Sie unsere neue App



Erhältlich bei:



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 eine Anlageberatungsdienstleistung dar. Bitte beachten Sie, dass in diesem Dokument teilweise öffentliche Daten offizieller Herausgeber von Wirtschafts- und Marktstatistikunternehmen 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 kann.