

# Monatlicher Newsletter

Investmentstrategie

Raphaël Gallardo und Franz Wenzel

## Außer Atem



7. September 2011

### Im Überblick

- Die Verschärfung der europäischen Staatsschulden- und Bankenkrise und das politische Patt in den USA belasten Geschäftsklima und Verbrauchervertrauen.
- In den Industrieländern ist das Risiko einer erneuten Rezession gestiegen.
- In den Emerging Markets kühlt sich die Konjunktur ab, aber die Geldpolitik kann Anfang 2012 für eine Trendwende sorgen.
- Seit Beginn der Marktturbulenzen im August haben die Notenbanken der Industrieländer (Fed, EZB, BoJ) die Geldpolitik bereits stark gelockert. Es wird aber noch mehr erwartet, insbesondere von der Fed.
- Wir schlagen vor, Staatsanleihen jetzt wieder neutral zu gewichten, da die Notenbanken die Leitzinsen so bald nicht erhöhen werden.
- Auch bei Aktien empfehlen wir eine neutrale Positionierung, da den schwachen Wachstumsaussichten eine expansive Geldpolitik und günstige Bewertungen gegenüberstehen.

Nach einem *mörderischen Sommer* haben sich die vor zwei Monaten aufgekommenen Hoffnungen auf eine rasche Erholung der Weltwirtschaft weitgehend verflüchtigt. Tatsächlich sprachen die Konjunkturdaten im Juli wieder für Wachstum – etwa der private Verbrauch und die Auftragseingänge in den USA. Doch dann gelang weder den Amerikanern noch den Europäern ein verantwortungsvoller Umgang mit den schwierigen Staatsfinanzen. Die Diskussion über die Schuldengrenze und die mittelfristige Haushaltskonsolidierung in den USA sowie die halbherzige Reaktion der Europäer angesichts des Übergreifens der Griechenland-

krise auf andere Länder wogen am Ende stärker als der anfängliche Optimismus von Unternehmen und Verbrauchern.

### Die US-Konjunktur steht still

In den **USA** waren die Unternehmen vom Rückgang des privaten Verbrauchs im ersten Halbjahr 2011 überrascht. Die notwendige Lageranpassung wird in der zweiten Jahreshälfte 2011 das Wachstum bremsen. Der Beschäftigungsanstieg hatte sich bereits zu Jahresbeginn verlangsamt, möglicherweise weil die Gewinne kleiner und mittlerer Unternehmen aufgrund der höheren Energiepreise zurückgegangen waren. Die zähen Verhandlungen über die Anhebung der Schuldengrenze ließen die ohnehin schon große Unsicherheit weiter steigen, so dass die Unternehmen Neueinstellungen und Investitionen hinauszögerten. Die Auftragseingänge für Investitionsgüter deuten zwar auf höhere Unternehmensinvestitionen im 3. Quartal hin, doch die Umfragen der regionalen Fed-Banken sprechen bereits im 4. Quartal 2011 für einen drastischen Einbruch. Erschwerend kommt hinzu, dass die steuerlichen Anreize der letzten beiden Jahre 2012 wegfallen könnten. Für die zweite Jahreshälfte rechnen wir mit einem Einbruch der Unternehmensinvestitionen und der Nachfrage nach Arbeitskräften.

Auch der deutliche Einbruch des Verbrauchervertrauens im August spiegelt die Erwartung eines schwächeren Arbeitsmarkts wider – und natürlich die Unzufriedenheit der Bürger mit der offensichtlichen Lähmung der Politik. Das jüngste Kräfte-messen in Washington mag in Ver-gessenheit geraten, aber die Nachfrage nach langlebigen Konsumgütern könnte in der zweiten Jahreshälfte 2011 durchaus stagnieren, insbesondere die nach Autos. Wir rechnen zwar noch nicht mit einem deutlichen

Anstieg der Sparquote, also einem Einbruch des Konsums. Würden die Hauspreise aber ein weiteres Mal einbrechen und so das Haushaltsvermögen langfristig abnehmen, könnte dies durchaus der Fall sein. Hier gäbe es einen Ansatzpunkt für geld- und fiskalpolitische Maßnahmen.

Die keynesianisch geprägten arbeitsmarktpolitischen Vorschläge von Präsident Obama dürften vom Kongress blockiert werden. Im kommenden Jahr wird die Fiskalpolitik wohl bestenfalls neutral sein – die Senkung der Lohnsummensteuer dürfte erneuert, die höheren Arbeitslosenhilfen verlängert werden. Die Fed hat bereits versprochen, die Leitzinsen mindestens bis Mitte 2013 nahe Null zu halten. Wir rechnen mit einer weiteren, wenn auch maßvollen, Lockerung der Geldpolitik. Weil die Inflation (und die Inflationserwartungen) noch immer hoch sind und QE II bestenfalls zufriedenstellende Ergebnisse geliefert hat, spricht wenig für ein sofortiges QE III. Vielmehr dürfte die Fed versuchen, mit eindeutigen Äußerungen die Zinserwartungen zu steuern, und beginnen, bei einer unveränderten Bilanzsumme risikoreichere Wertpapiere zu kaufen. Hier gibt es zwei mögliche Wege: Sie könnte die Duration ihres Staatsanleiheportfolios heraufahren und/oder Staatsanleihen gegen Mortgage Backed Securities (MBS) tauschen. Der zweite Weg wäre günstig für den Immobilienmarkt, weil die Hypothekenzinsen zurückgingen, insbesondere wenn auch Fannie Mae und Freddie Mac den Haushalten in Zeiten schwacher Aktienmärkte bei der Refinanzierung helfen.

### Europa: Die Krise weitet sich aus

In **Europa** führte das Übergreifen der Vertrauenskrise auf italienische und spanische Staatsanleihen erneut zu Zweifeln an der Stabilität der kontinentaleuropäischen Banken. Da der

Markt für unbesicherte Bankanleihen stark unter Druck steht, wird eine neuerliche Kreditklemme befürchtet. Für die Konsolidierungspläne der Peripherieländer wäre das fatal. Auch Umfragen in der Industrie deuten darauf hin, dass die Produktionspläne aufgrund höherer erwarteter Liquiditätsrisiken gekürzt werden. Wir halten das Risiko einer rückläufigen Industriekonjunktur für hoch.

Nachdem die Troika die Überprüfung der griechischen Sparbemühungen im Vorfeld der geplanten Auszahlung der vierten Tranche des 2010 beschlossenen Hilfspakets erst einmal abgebrochen hat, scheint die Griechenlandkrise immer weiter zu eskalieren. Deshalb – und weil die nationalen Parlamente endlos Zeit brauchen, um die auf dem EU-Gipfel im Juli beschlossenen Notmaßnahmen zu ratifizieren – droht sie noch immer auf andere Länder überzugreifen. Die EZB reagierte entschlossen und stützte den Interbankenmarkt im Sommer erneut mit Liquidität. Außerdem intervenierte sie direkt am italienischen und spanischen Staatsanleihemarkt. Aber all dies sind nur Behelfsmaßnahmen und kein echter Ersatz für eine mittelfristige Reform der europäischen Währungsunion. Eine solche Reform sollte einen Finanzausgleich in Form von Eurobonds sowie einen Fonds für die Rekapitalisierung von Banken enthalten. Wir glauben, dass sich die europäischen Länder am Ende zu einer

solchen Lösung durchringen werden, doch bis dahin ist es noch ein weiter und steiniger Weg, mit starken Konjunkturschwankungen und hoher Marktvolatilität. Die EZB dürfte in den kommenden Monaten beginnen, ihre letzten Zinserhöhungen rückgängig zu machen, vielleicht noch in diesem Jahr.

Die **Emerging-Market-Konjunktur** hat sich in der ersten Jahreshälfte 2011 bereits verlangsamt, und nach der Straffung der Geldpolitik kann sie zeigen, wie stabil sie wirklich ist. Weil das Wachstum in den OECD-Ländern nicht zunimmt, werden die Inflationsrisiken allmählich schwinden, insbesondere aufgrund stabilerer Rohstoffpreise. Die Notenbanken der Emerging-Market-Länder dürften daher rasch beginnen, die Straffung der Geldpolitik rückgängig zu machen. In Brasilien wurden die Leitzinsen im August bereits überraschend um 50 Basispunkte gesenkt. Die chinesische Geldpolitik hat kurzfristig zwar weniger Spielraum, aber auch sie dürfte die Trendwende bei den Lagerinvestitionen Ende 2011 für eine weniger restriktive Geldpolitik nutzen.

Alles in allem dürfte das Weltwirtschaftswachstum zurückgehen, von 4,7% im letzten Jahr auf 3,8% in diesem und im nächsten. Das dynamische Wachstum in Asien – einer Folge der hohen Binnennachfrage in China und Japan – wird helfen, die

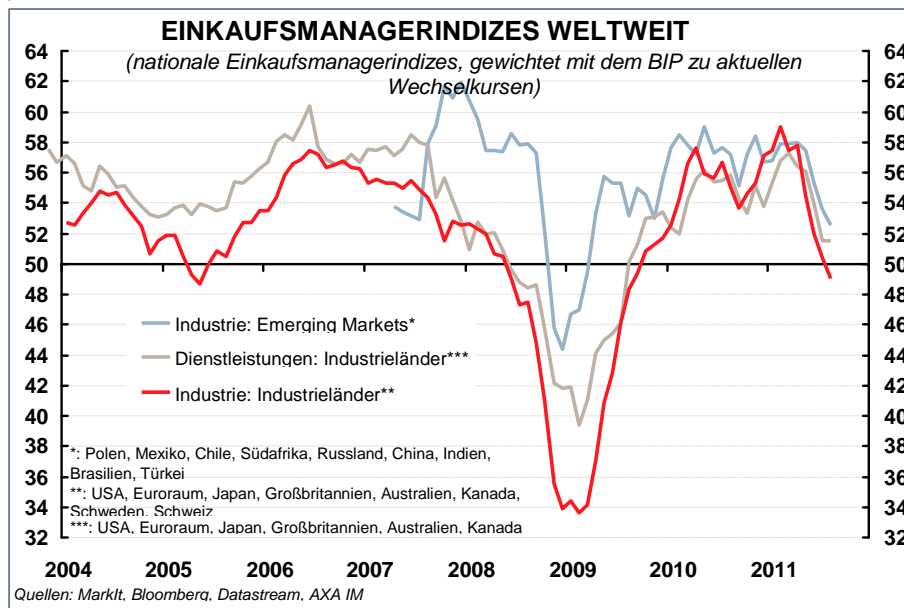
negativen Folgen der Staatsschuldenkrise in Europa und des schwachen Wachstums in den USA auszugleichen. Ein Rückfall der Weltwirtschaft in die Rezession ist nicht unser Hauptszenario, doch die Wahrscheinlichkeit dafür ist zweifellos gestiegen – insbesondere aufgrund des Risikos einer systemischen Krise des europäischen Bankensystems.

**Renten: Normalisierung**

Im Sommer beherrschten die europäische Staatsschuldenkrise und unerwartet schwachen Konjunkturdaten die Märkte. Wachstumssorgen kamen auf, und die Zentralbanken reagierten entschlossen, um die Konjunktur zu stützen. Wir rechnen daher jetzt nicht mehr mit steigenden Renditen. **Stattdessen gehen wir davon aus, dass die Renditen noch einige Zeit niedrig bleiben werden, zumindest in den USA und Deutschland.**

In den **USA** dürften die Leitzinsen noch mindestens zwei weitere Jahre kaum mehr als Null betragen. Darüber hinaus hat die Fed eine aktivere Steuerung der Langfristrenditen mittels Kauf von Papieren mit höherer Duration keineswegs ausgeschlossen. Selbst ein QE III ist vorstellbar, um niedrige Langfristrenditen zu „garantieren“ und so das Wachstum zu stützen.

Im **Euroraum** sieht es kaum anders aus. Ein recht düsterer Wachstumsausblick, der voraussichtlich in den kommenden Quartalen zu Zinssenkungen (auf 1% im Jahr 2012) führen wird, und die andauernde Schuldenkrise lasten schwer wie Mühlsteine auf der alten Welt. Die Bundesanleiherenditen dürften daher sehr niedrig bleiben. Außerdem hat die drastische Ausweitung der Peripherieländerspreads die EZB gezwungen, ihr Wertpapierankaufprogramm wieder aufzunehmen. Seit dem 8. August kauft sie spanische und italienische Anleihen, um einen Anstieg ihrer Renditen auf ein langfristig unhaltbares Niveau zu verhindern. **Nach wie vor raten wir daher dazu, die Peripherieländer zu meiden.**



**Unternehmensanleihen: Investmentgrade bevorzugt**

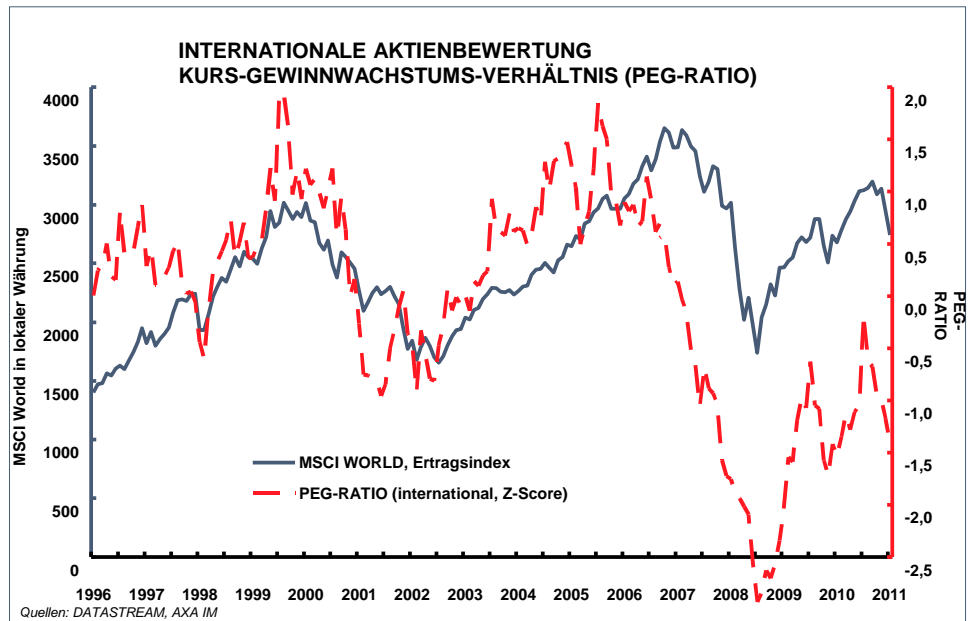
Auch Unternehmensanleihen blieben von den Turbulenzen nicht verschont. Insbesondere Hochzinsanleihen brauchen stark ein, weil Anleger eine erneute Rezession befürchteten. Finanzanleihen waren ebenfalls sehr schwach. Man sorgte sich um die Finanzierungsmöglichkeiten der Banken und die weiteren Folgen der Staatsschuldenkrise.

Trotz der hohen Unsicherheit setzen wir weiter auf Investmentgrade-Papiere. Sie erscheinen derzeit sehr günstig bewertet. Auf Länderebene bevorzugen wir die USA, wegen ihrer größeren Distanz zu den europäischen Problemen. Auf Sektorebene bevorzugen wir Industriefinanzierungen, weil die meisten Unternehmen über gut gefüllte Kassen verfügen und ihr Refinanzierungsbedarf gering ist. Auch Hochzinsanleihen sind günstig bewertet; zurzeit sind Ausfallquoten von etwa 7 bis 9% in ihren Spreads berücksichtigt, so wie sie bei einer normalen Rezession zu erwarten wären.

Trotz der günstigen Bewertung bleibt die technische Marktverfassung aber instabil. Neuemissionen sind so gut wie unmöglich, und es gibt hohe Mittelabflüsse aus High-Yield-Fonds. Auch dürfte die Volatilität kurzfristig hoch sein. **Folglich verringern wir unser Engagement und gewichten Hochzinsanleihen trotz der attraktiven Bewertungen jetzt neutral.**

**Aktien: Politische Börsen**

Trotz der jetzt deutlich niedrigeren Wachstumserwartungen ist die Konjunktur noch immer ein großer Unsicherheitsfaktor. Anders als im Au-



gust raten wir daher jetzt wieder zu einer **neutralen Aktiengewichtung**.

Hinzu kommt als größtes Problem die europäische Staatsschuldenkrise. Sie beherrscht noch immer die Köpfe der Anleger und mahnt zur Vorsicht, zumindest in Europa. All dies spricht für einen sehr volatilen Herbst.

Aber warum gehen wir dann nicht gleich zu einer Untergewichtung von Aktien über? Dar gibt es drei Gründe: (1) Unser Basisszenario ist nach wie vor, dass die Weltwirtschaft und insbesondere die USA einer Rezession entgehen. (2) Die Zentralbanken ändern ihr Verhalten: Die Fed hat sich zu einer expansiven Geldpolitik bekannt; die EZB kauft Staatsanleihen, die sonst niemand will; und die Notenbanken der Emerging Markets haben mit Zinssenkungen begonnen. (3) Zumindest auf dieser Seite des Atlantiks geht man an den Aktienmärkten von außerordentlich niedrigen Unternehmensgewinnen aus. Die Kurse betragen in Europa zurzeit nur

das **8-fache der erwarteten Gewinne (weltweit beträgt das KGV 10)**. Bestätigt wird dies durch eines unserer bevorzugten Bewertungsmaße, das Kurs-Gewinnwachstums-Verhältnis, das zurzeit etwa Eins beträgt. Damit liegt es um mehr als eine Standardabweichung unter dem langfristigen Durchschnitt.

**Die Länderallokation entspricht unserer Markteinschätzung: Wir bevorzugen außereuropäische Aktien, insbesondere amerikanische.** Außerdem gehen wir davon aus, dass die Notenbanken der Emerging Markets in Zukunft eher das Wachstum stützen als die Inflation bekämpfen – so, wie es die brasilianische Zentralbank mit der jüngsten Zinssenkung bereits vorgemacht hat. In den Emerging Markets dürfte es weitere Zinssenkungen geben. Trotz ihres höheren Betas schätzen wir die **Emerging Markets nach wie vor positiv** ein.

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.