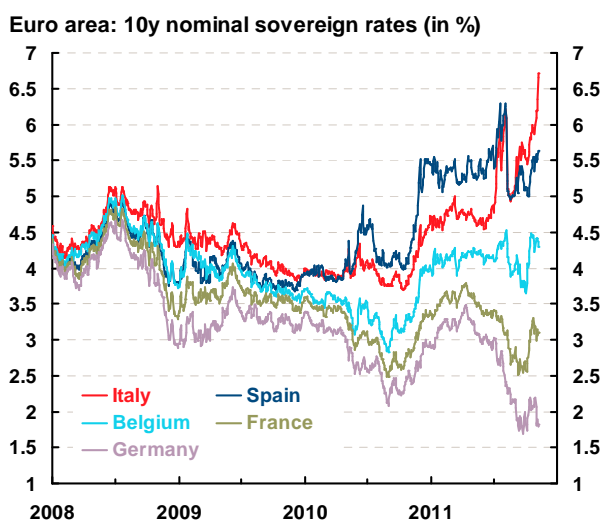


Die Schlacht um Italien

von

Raphaël Gallardo
& Franz Wenzel

Abbildung 1



Im Überblick

- Die auf dem EU- und dem G20-Gipfel beschlossenen Maßnahmen gegen die europäische Krise reichen noch immer nicht aus, um bei einem möglichen Zahlungsausfall Griechenlands Dominoeffekte zu verhindern.
- Italien steht unter starkem Druck der Märkte und hat noch immer keine glaubwürdige Strategie gegen die Krise.
- China und die USA geben aufgrund der stabilen Binnennachfrage Anlass zur Hoffnung.
- Unsere bevorzugte Assetklasse bleiben Qualitäts-Staatsanleihen.
- Das beste Risiko-Ertrags-Profil bieten Unternehmensanleihen; Aktien stehen weiter auf tönernen Füßen.

Dank der guten Konjunkturdaten im Oktober hat die Angst abgenommen, dass eine Rezession unmittelbar bevorsteht. Die wichtigsten Indikatoren für die USA und China waren überraschend gut. Im 3. Quartal 2011 überschritt das amerikanische Wachstum die kritische 1%-Marke, und in China deutet nach wie vor alles auf eine weiche Landung hin. Die Märkte haben dies begrüßt. Es sollte aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die systemischen Risiken in Europa weiter steigen – mit weltweiten Konsequenzen.

EU = Europäische Uneinigkeit

Nach dem Gipfeltreffen am 26. Oktober gab es etwas Hoffnung. In letzter Minute einigte man sich auf mehr, als die Märkte erwartet hatten. Vereinbart wurden neue und strengere Stresstests für Banken (Bewertung von Staatsanleihen zu Marktpreisen, Tier-1-Kernkapitalquote von 9%) und staatliche Garantien für unbesicherte Bankanleihen. Man verständigte sich über ein zweites Rettungspaket für Griechenland mit einem Volumen von 130 Mrd. Euro (was den Erwartungen entsprach) und einen realistischeren Umschuldungsplan (mit einem „freiwilligen“ Abschlag von 50% auf den Nominalwert und dem Tausch der verbleibenden 70% in 30-jährige Papiere). Schließlich einigte man sich, den EFSF mittels Leverage auf 1.000 Mrd. Euro aufzustocken – ohne aber genau zu sagen, wie das erreicht werden soll.

Zwar mangelte es an Einzelheiten, doch durch die eine Einigung der europäischen Staats- und Regierungschefs in wichtigen Fragen entstand der Eindruck, dass sich Europa jetzt endlich zu einem wirksamen Krisenmanagement durchgerungen hat. Das Maßnahmenpaket sollte auf dem G20-Gipfel in Cannes auch von den anderen Ländern gebilligt werden. Doch nur zwei Tage später wurden die Hoffnungen zerstört, als Premierminister Papandreu ein Referendum über das zweite Rettungspaket ankündigte.

Die Kehrtwende in Athen wurde einstimmig missbilligt. Damit stand aber auch fest, dass die Rettung Griechenlands in eine Sackgasse geraten war. Die griechische Regierung

war außerstande, die nötigen Strukturreformen durchzuführen; nach zwei Jahren Rezession hat das Land mit einem doppelten Defizit zu kämpfen (Staatsfinanzen und Leistungsbilanz); die Akzeptanz für die Sparprogramme schwindet. Ohne einen massiven Forderungsverzichten ist eine Umschuldung Griechenlands undenkbar, was wiederum die Gefahr birgt, dass CDS ausgelöst werden. Im zweiten Rettungspaket ist vorgesehen, die Staatsausgaben noch weiter zu kürzen, doch die Wirtschaft muss wachsen. Das offensichtliche Missverständnis zwischen Griechenland und seinen Partnern ließ ein Extremszenario wahrscheinlicher werden: den Ausstieg Griechenlands aus dem Euroraum, was bislang unvorstellbar schien.

Alle Wege führen nach Rom

Wie im Juli löste die neuerliche Eskalation der Krise eine Spekulationswelle gegen Italien aus, Europas zweitschwächste Volkswirtschaft. Durch die Berlusconi-Dämmerung ist das Land wie gelähmt. Die anderen europäischen Staaten sind außerstande, das italienische Länderrisiko zu vergemeinschaften. Die Ankündigung, den EFSF mittels Leverage auf eine Billion Euro aufzustocken, scheint unrealistisch. Auf dem EU-Gipfel hatte man sich darauf verständigt, dass der Rettungsfonds neu emittierte Peripherieländeranleihen zu 20% teilabsichert. Dies macht zumindest in der Theorie einen fünffachen Leverage möglich.

Wir glauben aber, dass eine 20%-Garantie viel zu wenig ist, um den Krisenländern wieder zu vernünftigen Zinsen Zugang zum Kapitalmarkt zu verschaffen. Das Ausfallrisiko ihrer Anleihen ist viel zu eng miteinander korreliert, und bei einem Zahlungsausfall wären Verluste von mehr als 20% zu erwarten (in Griechenland sind es 50%). Dies gilt erst recht vor dem Hintergrund der ESM-Einführung im Jahr 2013, wenn private Forderungen an Banken unter bestimmten Bedingungen in Aktienkapital umgewandelt werden können. Daher scheint ein Leverage von zwei realistischer als einer von fünf.

Auch die Aufforderung an nichteuropäische Länder, über eine Zweckgesellschaft in den EFSF zu investieren, stieß auf wenig Interesse. Die führenden Emerging-Market-Länder scheinen aber bereit, sich über den IWF an den Hilfen für Europa zu beteiligen; der Weltwährungsfonds ist ein absolut erstklassiger Schuldner. Die Emerging Markets sind aber wohl nicht bereit, Peripherieländerisiken direkt zu tragen.

Die IWF-Option

Damit bleibt der IWF die einzige Institution, die den Krisenmechanismus stärken kann – und das zu einer Zeit, in der ein möglicher Zahlungsausfall Griechenlands viel Kapital erfordert, um eine Ausbreitung der Krise zu verhindern.

Seit der Reform von 2009 kann der IWF 750 Mrd. US-Dollar ausleihen. Viele Regierungen befürworten die Ausweitung auf bis zu 1.000 Mrd. US-Dollar (durch eine internationale Vereinbarung über bilaterale Kredite). Der Weltwährungsfonds hat aber nicht die nötige Flexibilität, um schnell etwas gegen eine Ansteckung anderer Länder zu tun. Dazu müsste er massiv an den Sekundärmärkten für Peripherieländeranleihen intervenieren; die EZB hat dafür seit August bereits 110 Mrd. Euro ausgegeben.

Im Gegenteil: Der Auftrag des IWF ist der eines *Lender of last Resort*, der seine Kredite an Auflagen knüpft. Er gewährt staatlichen Schuldner in Tranchen gestückelte Kredite, sofern die Wirtschaftspolitik der Hilfsempfänger stabil, glaubwürdig und transparent genug ist. Die G20 erwogen neue und flexiblere Bedingungen für IWF-Kredite, um solche Interventionen möglich zu machen, doch das Volumen bleibt ein schwieriges Thema: Der italienische Finanzbedarf für 2012 (350 Mrd. Euro) ist mehr als das Dreißigfache des italienischen Anteils am IWF. Er allein würde mehr als die Hälfte der IWF-Ressourcen binden.

Damit bleibt die EZB der einzige mögliche Garant der Systemstabilität, eine Rolle, die sie unserer Ansicht nach schon bald an-

nehmen wird – indem sie die Kurzfristzinsen auf Null senkt und mit Quantitative Easing beginnt. Dadurch können die Anleiherenditen gesenkt und die rezessiven Wirkungen der prozyklischen Fiskalpolitik und der strengeren Bankenregulierung gemildert werden.

USA: Wachstum ohne Vertrauen

Auf der anderen Seite des Atlantiks hat sich der Konjunkturausblick zuletzt merklich verbessert. Das BIP ist im 3. Quartal 2011 stärker als erwartet gewachsen, um 2,5% (saisonbereinigt und annualisiert). Dazu trugen die höheren Unternehmensinvestitionen (+16,5%) und der private Verbrauch (+2,5%) maßgeblich bei, während der Beitrag des Lagerzyklus mit -0,9% sehr negativ war.

Im 4. Quartal 2011 dürfte der Abbau der Lagerbestände aber abgeschlossen sein, und der Anstieg der Realeinkommen spricht für ein Wachstum der Konsumausgaben von etwa 2% (sowohl die Beschäftigung als auch die Arbeitsstunden sind gestiegen, auch wenn die Reallöhne zurückgegangen sind). Die Investitionen dürften noch um etwa 4% steigen, aufgrund weiter wachsender Cashflows und in hohem Maße innenfinanziert. All dies stabilisiert das Wachstum maßgeblich, aber wohl nicht genügend, um es über die wichtige 2%-Marke zu heben. Hinzu kommt, dass das Verbrauchervertrauen und das Geschäftsklima kleinerer Unternehmen nach wie vor schwach sind. Auch der Rückgang der privaten Sparquote im 3. Quartal 2011 könnte sich schon bald wieder umkehren.

Die US-Konjunktur bleibt damit anfällig für externe Schocks, insbesondere wenn sich die europäische Krise ausweitet. Auch die weitere Entwicklung der Fiskalpolitik spielt eine wichtige Rolle. Die laut Senior Loan Officer Survey im 3. Quartal vorhandene Kreditklemme belegt, dass die Krise in Europa schon jetzt Auswirkungen auf die Kreditbedingungen in den USA hat.

Die Fiskalpolitik bleibt 2012 ein großes Fragezeichen. Das parteiübergreifende „Super-

komitee“, das ein auf zehn Jahre angelegtes Austeritätsprogramm konzipieren soll, ist vom Parteienstreit gelähmt – so wie es im Sommer schon die Verhandlungen über eine Anhebung der Schuldengrenze waren. Ohne Einigung über ein Sparprogramm für die nächsten zehn Jahre ist ein parteiübergreifender Konsens über neue Maßnahmen nach dem Auslaufen der Konjunkturprogramme Ende dieses Jahres völlig undenkbar. Zu diesen Programmen zählen eine schnellere Abschreibung von Investitionen, eine niedrigere Lohnsummensteuer, Infrastrukturinvestitionen und andere Maßnahmen.

Wir gehen folglich davon aus, dass die Fiskalpolitik das BIP-Wachstum 2012 um einen Prozentpunkt dämpft. Es besteht aber die Gefahr, dass sich dieser Effekt verdoppelt könnte, wenn das Patt nicht durchbrochen wird.

China: Geldpolitische Lockerung in Aussicht

Die jüngsten Zahlen sprechen für eine weiche Landung der chinesischen Volkswirtschaft. Der Export kühlt sich zwar ab, aber der Konsum bleibt stabil. Die Einzelhandelsumsätze wachsen jährlich um solide 11%. Auch die Investitionen haben sich stabilisiert, mit einem realen Zuwachs der Anlageinvestitionen um 20% jährlich. Die Industrieproduktion steigt um etwa 13,5%. Gleichlaufende Konjunkturindikatoren wie der Einkaufsmanagerindex sprechen für eine Erholung der Auftragseingänge in der Industrie im Oktober. Die Frühindikatoren (der OECD und des NBS sowie das Verbraucher- und Unternehmervertrauen) sprechen dafür, dass sich die Konjunktur ab dem 3. Quartal 2011 sehr maßvoll abschwächt. Zuletzt betrug das Wachstum 8,4% (im Vorjahresvergleich).

Die Stabilisierung der Schweinefleischpreise und positive Basiseffekte dürften dafür sorgen, dass die Inflation im Dezember auf 4,5% (im Vorjahresvergleich) zurückgeht. Auch die Einkaufsmanagerindizes bestätigen, dass der Inflationsdruck (eine Folge

höherer Endfertigungskosten) sehr schnell nachlässt. Dies könnte die erhoffte Lockerung der Geldpolitik zum Jahresende oder Anfang nächsten Jahres möglich machen, vermutlich durch niedrigere Mindestreserveanforderungen.

Konjunkturrisiken eher hoch

Die guten Konjunkturnachrichten aus China und den USA sind Grund zur Freude. Darüber sollten wir aber nicht die internationale und systemische Bedeutung der Krise in Europa vergessen. Die USA haben die pessimistischen Prognosen wieder einmal Lügen gestraft, bleiben aber aufgrund einer Vielzahl ungelöster Ungleichgewichte (Immobilienmarkt, Haushaltsfinanzen, Arbeitsmarkt, Staatsfinanzen) krisenanfällig. Diese Ungleichgewichte sind eine Folge der letzten Krise. Wie in Europa kann die Fiskalpolitik auch in den USA aufgrund von Solvenz- und Glaubwürdigkeitsproblemen nur wenig tun.

Daher muss es die Geldpolitik richten. Irgendwann 2012 wird man sich in den USA zu QE III entschließen, und im 1. Quartal 2012 dürften die europäischen Kurzfristzinsen nahe 0% liegen.

Bis jetzt hat sich in den Emerging Markets das Anfang 2011 skizzierte Soft-Landing-Szenario bewahrheitet. Die Konjunktur ist aber nicht in allen Ländern synchron. In Brasilien ist die Abschwächung bislang am weitesten fortgeschritten.

Es bleibt abzuwarten, welche Auswirkungen die strengeren Kreditbedingungen europäischer Banken mit hohen Marktanteilen in den Emerging Markets haben werden, insbesondere dort, wo die großzügige Kreditvergabe in den letzten Jahren die Binnennachfrage angekurbelt hat. Europäische Banken haben in den Emerging Markets Aktiva von 3.590 Mrd. US-Dollar und finanzieren sie damit maßgeblich. Amerikanische Banken sind nur mit 764 Mrd. US-Dollar, japanische mit 311 Mrd. US-Dollar investiert.

Osteuropa läuft am stärksten Gefahr, von einer Krise in Westeuropa angesteckt zu

werden, sowohl aufgrund von Handelsverflechtungen als auch wegen der starken westeuropäischen Präsenz im Bankensektor dieser Länder. Dass viele Kredite hier in Hartwährungen (Euro, Schweizer Franken oder Yen) denominiert sind, macht die Sache nicht besser, insbesondere in Ungarn.

Asset-Allokation: Renten bevorzugt

Trotz des turbulenten politischen Umfelds in Europa, haben sich internationale Aktien im letzten Monat gut entwickelt. Dafür sorgten die unerwartet guten Konjunktur- und Unternehmensdaten aus den USA und die Hoffnungen auf eine Lösung der europäischen Schuldenkrise. Die Langfristrenditen, insbesondere der defensivsten Staatsanleihen (wie amerikanische Treasurys), sind leicht gestiegen.

In Europa entwickelten sich die Staatsanleihen auseinander (Abbildung 1). Aufgrund der anhaltenden Schuldenkrise gingen die Renditen deutscher Bundesanleihen zurück, während die Renditen von Ländern mit Risikoauschlägen (insbesondere Italien und Spanien) gestiegen sind.

Bei der Asset-Allokation raten wir weiter zur Vorsicht, auch wenn einige unserer Bedenken jetzt weniger gravierend sind. Weltweit, insbesondere aber in den USA, waren die Konjunkturdaten besser als erwartet, so dass das Rezessionsrisiko abgenommen hat und man erst einmal durchatmen kann. Zugleich überraschte die EZB mit einer Zinssenkung um 25 Basispunkte, und die Notenbanken der Emerging Markets legen jetzt nicht mehr so viel Wert auf Inflationsbekämpfung. Stattdessen senken sie die Kurzfristzinsen und betreiben damit eine wachstumsfreundlichere Geldpolitik.

Aber können wir deshalb jetzt zu einer offensiveren Allokation übergehen? Wir meinen nein. Fest steht, dass die Euro-Staatsschuldenkrise das größte Einzelrisiko bleibt und die politische Lage im Euroraum alles andere als klar ist. Auch wenn, wie es scheint, auf dem Gipfel am 26. Oktober in wichtigen Fragen Einigkeit erzielt wurde, war

das folgende G20-Treffen eher unergiebig. Nach wie vor sind wichtige Detailfragen ungeklärt, und die derzeitige Kakophonie zum Thema Hebelung des EFSF macht die Sache nicht besser. Wir glauben, dass das Wachstum eher schwächer ausfallen könnte als erwartet, wie es auch die Frühindikatoren nahelegen. Alles in allem sind die Bewertungen risikobehafteter Wertpapiere bestenfalls neutral bis günstig.

Renten: Optimismus für US-Treasurys und Bundesanleihen

Offensichtlich haben die Zentralbanken wieder einmal die Notenpressen angeworfen, wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß. Die Fed setzt Operation Twist um, die Bank of England beginnt mit QE II, die japanische Zentralbank will den Yen schwächen und die Reserve Bank of Australia senkt einfach nur die Zinsen.

Auch die EZB hat ihre Haltung geändert. Nach der ersten EZB-Ratssitzung unter dem Vorsitz von Mario Draghi überraschte der neue EZB-Präsident die Märkte mit einer Zinssenkung um 25 Basispunkte, so dass der Hauptrefinanzierungssatz nur noch 1,25% beträgt. Die Märkte waren angenehm überrascht, aber die Erleichterung währte nur kurz, weil die endlos scheinende griechische Tragödie für neue Missstimmung sorgte.

Inzwischen hat sie auch vor Italien nicht Halt gemacht. Weitere Zinssenkungen sind nur eine Frage der Zeit. Vermutlich wird es bereits im kommenden Monat so weit sein, ergänzt um weitere unkonventionelle, geldpolitische Maßnahmen. Seit Anfang August hat die EZB für fast 110 Mrd. Euro spanische und italienische Anleihen gekauft (im Rahmen des Wertpapierankaufsprogramms), und im November soll ein neues Ankaufsprogramm für Covered Bonds beginnen (CBPP2). Schließlich dürften auch langfristige Refinanzierungsfazilitäten (LTMR) dafür sorgen, dass ausreichend Liquidität zur Verfügung steht. So wird im September beispielsweise eine 13-monatige LTMR aufgelegt. Der neue EZB-Präsident hat al-

lerdings eine vollständige Finanzierung von Staatsschulden mit der Notenpresse ausgeschlossen.

All dies spricht dafür, dass die Langfristrenditen extrem niedrig bleiben werden und sie bei einem Anstieg der Risikoaversion sogar noch weiter zurückgehen. Auch technische Faktoren und die Positionierung der Investoren sprechen für die Assetklasse und speziell für deutsche Bundesanleihen. Sie sind faktisch das letzte risikolose Wertpapier des Euroraums.

Ausnahmsweise sind jetzt einmal nicht alle Augen auf die USA gerichtet, doch sollten wir nicht vergessen, dass die Fed ihre BIP- und Inflationsprognosen für die kommenden drei Jahre gesenkt hat. Wegen ihrer Entschlossenheit, den Leitzins bis Mitte 2013 nahe Null zu halten und die Operation Twist bis Juni 2012 fortzusetzen, schätzen wir auch das andere große risikolose Anleihe-segment – US-Staatsanleihen – positiv ein. Mit anderen Worten: Die Maßnahmen der Fed dürften deutlich höhere Langfristrenditen verhindern.

Inflationsindexierte Anleihen: Geduld ist gefragt

Zurzeit passiert kaum etwas, das große Auswirkungen auf die Inflation hat. Daher kehrt die amerikanische Break-Even-Inflationsrate

zu ihrem langfristigen Ankerwert zurück, den Inflationserwartungen im Survey of Professional Forecasters der Philadelphia Fed (Abbildung 2). Weil das Wirtschaftswachstum im 3. Quartal überraschend hoch war, beendete die Breakeven-Inflation ihren Abwärtstrend und machte etwas Boden gut. Damit entwickelten sich Linkers insgesamt besser als klassische, nominalverzinsliche Anleihen. Zurzeit liegt die amerikanische Breakeven-Inflation alles in allem etwa 30 Basispunkte unter den Inflationserwartungen nach den Umfragen der Philadelphia Fed, die etwa 2,4% betragen. Wir raten deshalb, zunächst abzuwarten oder allenfalls vorsichtig zu investieren.

In Europa ist die Lage anders. Laut EZB-Umfragen bleiben die Inflationserwartungen stabil bei 2%, während die Breakeven-Inflation aufgrund der beginnenden Rezession im Euroraum abnimmt. Wir **bleiben** zwar bei unserer **Untergewichtung im kurzfristigen Bereich**, halten aber **lang laufende inflationsindexierte Anleihen für günstig bewertet**. Interessant sind sie vor allem für langfristige Investoren, die ihr Portfolio vor einer steigenden Teuerung schützen müssen.

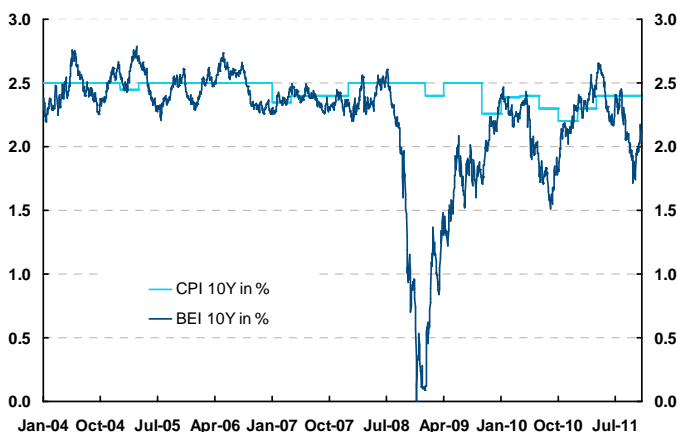
Credit: Investmentgrade übergewichten, High Yield neutral

Wie andere risikobehaftete Wertpapiere haben sich auch Credits im Oktober gut entwickelt. Im letzten Monat lagen die Marktsegmente vorn, die im schwachen Sommer am meisten verloren hatten, d.h. Papiere mit höherem Beta wie Hochzinsanleihen und Emerging-Market-Staatsanleihen. Euro-denominierte Papiere entwickelten sich besser als Dollar-Titel; Finanzanleihen ließen Industrieanleihen hinter sich.

Der Optimismus ist dann aber vergangen. Die Entscheidungen der EU-Staats- und Regierungschefs entsprachen zwar weitgehend den Erwartungen, aber wichtige Detailfragen blieben unbeantwortet. Es gibt also nach wie vor Zweifel, so dass die Finanzmärkte volatil bleiben.

Abbildung 2

US Breakeven & surveys of expected Inflation



Sources: Bloomberg, Fed of Philadelphia, AXA IM

Wegen dieser Unsicherheit halten wir es für sinnvoll, in dieser Assetklasse allenfalls eine kleine Long-Position einzugehen. Wir **empfehlen** weiterhin die **Übergewichtung von Investmentgrade-Papieren**, weil sie attraktiv bewertet sind. Unter der Annahme einer Erholungsquote von 40% betrug die implizite Ausfallquote fünfjähriger Investmentgradeanleihen am 7. November 2011 14,6% in Europa und 10,6% in den USA. Dies ist mehr als das Doppelte der höchsten jemals beobachteten Ausfallquoten – und das obwohl die Unternehmen (insbesondere die amerikanischen) stabile Fundamentaldaten vorweisen können.

Wir zweifeln aber weiter am Gewinnausblick europäischer Unternehmen für 2012. Folglich bevorzugen wir amerikanische Unternehmensanleihen gegenüber europäischen, was auch zu unserer Konjunkturschätzung passt. Außerdem ziehen wir Industrieanleihen Finanzanleihen vor. Unsere Einschätzung von Hochzinsanleihen bleibt neutral, trotz des günstigen technischen Umfelds, guter Fundamentaldaten und der günstigen Bewertung. Das Beta dieser Assetklasse bleibt hoch. Sie reagiert daher außerordentlich stark auf Änderungen der Risikobereitschaft.

Aktien: USA weiter vorn

Trotz der durchaus überraschend guten Konjunktur und der expansiveren Geldpolitik, raten wir aus mehreren Gründen weiter zur Vorsicht. Erstens nimmt die Konjunkturdynamik vor allem im Euroraum weiter ab, und man kann nicht ausschließen, dass die Weltwirtschaft weiter unter der Krise leidet. Die Kreditklemme und neue Austeritätsprogramme in Ländern, die sich verzweifelt um eine Stabilisierung der Staatsfinanzen bemühen, werden die Euroraumkonjunktur weiter schwächen und auch an der Weltwirtschaft nicht spurlos vorübergehen.

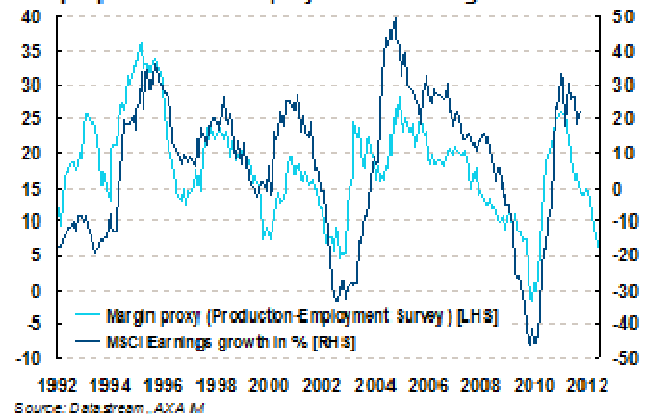
Zweitens scheint uns die Lockerung der Geldpolitik, so begrüßenswert sie auch ist, nicht auszureichen. Dies gilt vor allem für die EZB. Selbst wenn wir annehmen, dass eine weitere Zinssenkung unmittelbar bevorsteht,

wird sie die Konjunktur und damit die Märkte kaum merklich stützen. Der neue EZB-Präsident hat recht deutlich gemacht, dass klassisches Quantitative Easing für ihn nicht in Frage kommt. Dies ist nicht gut, denn damit wären die Karten neu gemischt.

Drittens sind die Gewinnerwartungen für 2012 vermutlich noch immer optimistisch. Weltweit wird mit einem Gewinnwachstum von gut 10% gerechnet. Die Zahlen, die am meisten verunsichern, kommen natürlich einmal mehr aus dem Euroraum. Hier wird noch immer mit einem Gewinnwachstum von fast 10% gerechnet, was aus unserer Sicht in keiner Weise zu den gleichzeitigen Rezessionserwartungen passt. Ein umfassendes Maß für die Gewinnmargen (Abbildung 3) spricht für wachsende Gewinnrisiken.

Abbildung 3

Europe: production - employment & earnings



Zugegeben, alles in allem sind Aktien keineswegs teuer. Doch die Kombination aus höheren Aktienkursen und einem weniger optimistischen Gewinnausblick spricht dafür, dass die Bewertungen zurzeit zwischen neutral (KGVs von 9 auf Basis der erwarteten Gewinne in Europa und von 12 in den USA) und günstig liegen (auf Basis des längerfristigen PEG-Ratios).

Alles in allem bleiben wir bei unseren zurückhaltenden Empfehlungen und hal-

ten die Untergewichtung internationaler Aktien aufrecht. Außerdem bleiben wir bei einer Untergewichtung des Euroraums, insbesondere zu Gunsten der USA.

Auf Länderebene empfehlen wir eine Änderung. Trotz der massiven Währungsinterventionen hat **Japan** noch immer Probleme, und die Konjunkturdaten waren zuletzt wirklich enttäuschend. Unsere Erwartungen einer unmittelbar bevorstehenden Erholung waren zu optimistisch. Die Gewinndynamik hat deutlich nachgelassen, und die relative Bewertung ist keinesfalls besonders günstig. Folglich empfehlen wir, die Gewichtung Japans auf neutral zurückzuführen.

Zwei Risiken für unsere Investmentstrategie

Bei einem unerwartet hohen Wirtschaftswachstum wäre unser Szenario zu pessimistisch. Dann würden die Gewinnerwartungen steigen und ein wichtiger Grund für die derzeitigen Zweifel an risikobehafteten Wertpapieren würde verschwinden.

Das deutlich größere Risiko wäre aber, dass sich die europäischen Politiker nicht über die technische Fragen bei der Ausweitung des EFSF und der dazugehörigen Zweckgesellschaften einigen. Die Bundesbank hat die Idee zurückgewiesen, das Finanzierungsvehikel über Sonderziehungsrechten zu finanzieren. Weitere offene Meinungsverschiedenheiten könnten alles bislang Erreichte wieder zunichte machen. Dann wäre selbst unsere recht vorsichtige Investmentstrategie noch viel zu offensiv.

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.