

Geburtsstunde des „Draghi-Put“

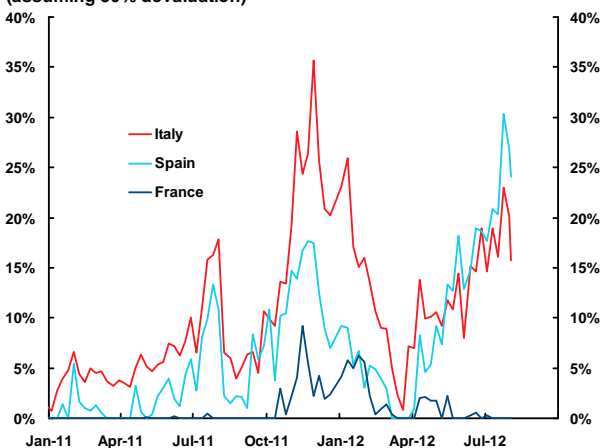
von

Maxime ALIMI, Ombretta SIGNORI
und Franz WENZEL

Abbildung 1

Euro-Austritt jetzt etwas unwahrscheinlicher

Implicit probability of a country leaving the euro
(assuming 30% devaluation)



Quellen: Bloomberg, AXA IM Research

Im Überblick

- Nach der letzten Ratssitzung hat EZB-Präsident Mario Draghi ein neues Programm bekanntgegeben. Er erweckte den Eindruck, als würde die EZB jetzt mehr gegen die Krise tun. Aber viele Fragen bleiben offen.
- Die Konjunktur hat sich weiter verschlechtert, was sich allmählich auch in den Quartalsergebnissen wichtiger Unternehmen zeigt. Die weltweit starke Lockerung der Geldpolitik dürfte das Wachstum aber bis ins kommende Jahr hinein stützen.
- Die EZB hat vor allem kürzerlaufende Papiere im Blick. Wir empfehlen daher, es ihr gleich zu tun, und bevorzugen in den Peripherieländern ebenfalls kurze bis mittlere Laufzeiten. Zurückhaltend bleiben wir bei Aktien; die zurzeit schwache Konjunktur könnte ihren Tribut fordern.

„Der Euro ist unumkehrbar“

Auf den ersten Blick war die letzte EZB-Ratssitzung eine große Enttäuschung. Nach Präsident Draghis deutlichen Worten am 26. Juli in London („Und glauben Sie mir, es wird reichen!“) waren die Erwartungen hoch. Doch dann blieb es bei Versprechungen. Die EZB verzichtete auf konkrete Maßnahmen, sei es um die Konjunktur zu stützen oder um die Staatsfinanzen der Problemländer zu stabilisieren. Dennoch meinen wir, dass es große Fortschritte gab. Wenn Draghis Plan umgesetzt wird, hat die EZB in der Tat Einiges auf dem Weg zur „Unumkehrbarkeit“ des Euro erreicht.

Dennoch bleiben viele Fragen offen. Kurzfristig bleiben wir deshalb vorsichtig.

Wie steht es um die Konjunktur?

Die Konjunkturprognose wurde nur geringfügig zurückgenommen. Trotz deutlicher Anzeichen, dass sich der Euroraum wieder in der Rezession befindet (siehe unten), war von „schwacher wirtschaftlicher Aktivität“ nur am Rande die Rede. Der EZB-Rat hielt den Wachstumsrückgang nicht für stark genug, um den Leitzins nach dem Zinsschritt im letzten Monat ein weiteres Mal zu senken.

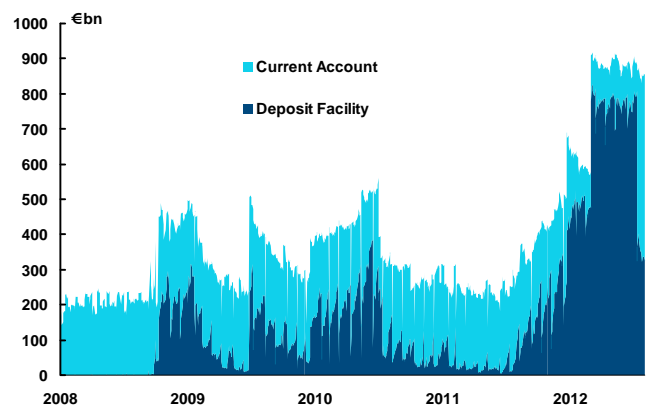
Langfristig dürfte die EZB ihre Geldpolitik aber weiter lockern, denn sowohl für die zweite Jahreshälfte 2012 als auch für das kommende Jahr sind die Konjunkturaussichten schwach:

1. **Zinsen:** EZB-Chef Draghi hat klar gemacht, dass ein negativer Einlagensatz keineswegs nach seinem Geschmack wäre (oder, in seinen Worten, „weitgehend unerforschtes Terrain“). Allerdings glauben wir, dass der Hauptrefinanzierungssatz in den kommenden Monaten auf 0,50% gesenkt wird.
2. **Zusätzliche Sonderliquiditätsmaßnahmen** sind ebenfalls denkbar, unserer Ansicht nach aber eher unwahrscheinlich. Die hohen Einlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank (Abbildung 2) legen nahe, dass Liquiditätsknappheit zurzeit nicht das drängendste Problem ist. Allerdings dürften die Anforderungen an die Sicherheiten weiter gelockert werden.
3. **Auch Maßnahmen zur Verbesserung der Kreditverfügbarkeit** sind vorstellbar. Die

EZB könnte den Banken Unternehmensanleihen und Haushaltskredite abkaufen und so ihre Bilanz noch stärker ausweiten.

Abbildung 2
Viel überschüssige Liquidität

Bank liquidity parked at the ECB



Quellen: EZB, AXA IM Research

Auf dem Weg zu einem neuen Programm

Der interessanteste und mit größter Spannung erwartete Teil von Draghis Einlassung betraf die Unterstützung der Staatshaushalte. Sein sorgfältig formuliertes Statement las sich folgendermaßen:

„Der EZB-Rat (...) wird gegebenenfalls in dem Umfang direkte Offenmarktgeschäfte tätigen, der nötig ist, damit er sein Ziel erreicht. In diesem Zusammenhang wird den Besorgnissen privater Investoren im Hinblick auf den Rang ihrer Forderungen Rechnung getragen.“

Unserem Verständnis zufolge wird der Plan aus zwei Elementen bestehen:

1. **Italien und Spanien müssen ihre Haushalts- und Strukturreformen fortsetzen.** Eine notwendige Voraussetzung für EZB-Hilfen jeglicher Art ist, dass die Regierungen EFSF/ESM-Hilfen¹ beantragen. Die Hilfen sind also nicht bedingungslos.
2. **Die EZB könnte dann Staatsanleihen dieser Länder kaufen** und das Volumen der Käufe offenlegen. Der Schwerpunkt würde auf kurzen Laufzeiten liegen.

¹ Europäische Finanzstabilisierungsfazilität/Europäischer Stabilitätsmechanismus

Es hat sich etwas verändert

Unserer Ansicht nach beginnt mit diesem Programm eine neue Phase der EZB-Krisenpolitik. In Draghis Worten:

„Dieses Programm ist, so meine ich, doch etwas ganz anderes als das letzte Wertpapierankaufprogramm (SMP). Es ist ein Programm, das klar in unser Mandat fällt.“

Erstens: Solange die Peripherieländer die Auflagen erfüllen, kann die EZB guten Gewissens alle ihr zur Verfügung stehenden Mittel für den Fortbestand des Euroraums einsetzen. Das Moral-Hazard-Problem ist in gewisser Weise gelöst, und den Problemländern können jetzt offen Hilfen angeboten werden (was nicht der Fall wäre, wenn die EZB Euro-Staatsanleihen sämtlicher Laufzeiten kaufte).

Zweitens: Zwar blieb Draghi vage, doch deutete der Hinweis auf ein „angemessenes Volumen“ auf einen größeren Mitteleinsatz als beim früheren Wertpapierankaufprogramm (225 Mrd. Euro) hin. Außerdem könnten die Interventionen länger andauern.

Drittens: Durch den Schwerpunkt auf kurzen Laufzeiten könnte es der EZB leichter fallen, an den Märkten zu intervenieren,

- denn die Interventionen haben einen engeren Bezug zur Geldpolitik und ihren Transmissionswegen,
- der Ausstieg wird vergleichsweise leicht fallen,
- die Kreditrisiken in den Büchern der EZB werden begrenzt,
- durch den Druck auf längerlaufende Staatsanleihen bleibt der Zwang zur Haushaltskonsolidierung erhalten.

Ein Außenseiter

Ein wichtiges Hindernis könnte aber sein, dass nicht alle EZB-Ratsmitglieder mit den Plänen einverstanden sind. Notenbankchef Draghi war außergewöhnlich offen, als er explizit auf Bundesbankpräsident Weidmann Bezug nahm:

„Es ist allgemein bekannt, dass Herr Weidmann und die Bundesbank (...) Einwände gegen Programme haben, die den Kauf von Anleihen ins Auge fassen. Wir haben deshalb nur

Leitlinien formuliert. Der geldpolitische Ausschuss, der Risikoausschuss und der Ausschuss für Marktoperationen werden mit diesen Leitlinien arbeiten. Dann werden wir abstimmen und die Stimmen zählen.“

Die geldpolitischen Entscheidungen im EZB-Rat werden mit einfacher Mehrheit getroffen,² Herr Weidmann allein kann also das Programm nicht blockieren. Die Bezugnahme auf die Einschätzungen der EZB-Ausschüsse und die Tatsache, dass Präsident Draghi immer wieder auf sein vorbereitetes Statement zurückgriff, deuten aber auf schwierige Verhandlungen hin. Wir halten das Risiko für hoch, dass die EZB-Ratsmitglieder die Märkte in den nächsten Wochen immer wieder verunsichern. Im Extremfall halten wir sogar einen Rücktritt des Bundesbankpräsidenten für vorstellbar.

Viele Fragen offen

- **Werden Spanien und Italien tatsächlich um EFSF/ESM-Hilfen nachsuchen und wenn ja wann?** Unserer Ansicht nach dürfte es mit hoher Wahrscheinlichkeit noch vor dem Ende des 3. Quartals so weit sein.
- **Um welche Art von Programm werden sie bitten?** Am wahrscheinlichsten sind prophylaktische Maßnahmen mit Interventionen am Primärmarkt. Sie dürfen maximal 10% des BIP (107 Mrd. Euro für Spanien, 158 Mrd. Euro für Italien) betragen.
- **Werden Spanien und Italien dann nicht mehr am Kapitalmarkt aktiv sein?** Höchstwahrscheinlich nicht. Wir könnten uns vorstellen, dass der ESM längerlaufende Titel kauft und die Länder weiter kurz- und mittelfristige Anleihen begeben.
- **Wird die EZB nur Staatsanleihen kaufen und, wenn ja, bis zu welcher Laufzeit?** Präsident Draghi ließ die Möglichkeit zusätzlicher Unternehmensanleihekäufe offen. Die maximale Laufzeit könnte analog zu den langfristigen Refinanzierungsgeschäften drei Jahre betragen.
- **Wird die EZB einer Banklizenz für den ESM zustimmen?** Präsident Draghi hat

² Das EZB-Statut verlangt eine einfache Mehrheit, doch in der Praxis bemüht sich der EZB-Rat um einen Konsens.

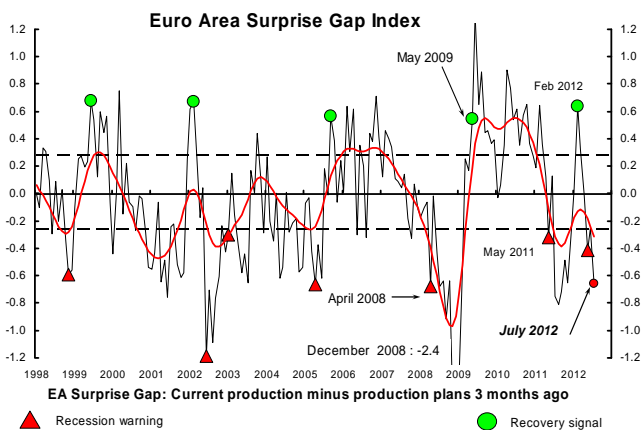
die offizielle EZB-Position wiederholt, dass der ESM „in seiner derzeitigen Struktur“ kein Kontrahent des Eurosystems sein kann.

- **Werden die Wertpapierkäufe der EZB sterilisiert?**
- **Wie wird das Problem des Rangs in der Kapitalstruktur gelöst?**

Die Konjunkturdaten geben weiter nach

Die Konjunkturdaten aus dem Euroraum geben weiter nach. Das spanische BIP schrumpfte zuletzt um 0,4%, das belgische um 0,6%. Dies zeigt, wie schwach die Wirtschaft ist. Beide Länder geben einen bitteren Vorgeschmack auf das, was vom übrigen Euroraum zu erwarten ist. Es erstaunt nicht, dass vielbeachtete Konjunkturumfragen wie der Ifo-Index immer weiter fallen (von 105,2 auf 103,3). Auch unser Überraschungsindex für den Euroraum spricht für eine Rezession.

Abbildung 3
Der Euro-Überraschungsindex warnt vor einer



Rezession

Quellen: Bloomberg, AXA IM Research

Und als ob das nicht genug wäre: Unternehmen, die üblicherweise als wichtiger Konjunkturindikator gelten (wie Siemens und Peugeot) verzeichneten wie bereits in den ersten drei Monaten dieses Jahres auch im 2. Quartal enttäuschend niedrige Gewinne.

Das amerikanische BIP ist im 2. Quartal um 1,5% (annualisiert) gewachsen, was etwa den Markterwartungen entspricht. Der private Verbrauch lieferte einen Wachstumsbeitrag von 2,1 Prozentpunkten, während die Wachstums-

beiträge des Staates und des Außenhandels negativ waren. Die Binnenwirtschaft wächst zwar weiter, aber mit abnehmender Dynamik. Dies und die fallenden Rohstoffpreise lässt die Inflation zurückgehen.

Einen Hoffnungsschimmer boten im Juli hingegen die zahlreichen regionalen Industrieindikatoren. Der Philadelphia Fed Index verbesserte sich von -16,6 auf -12,9, der Empire State Index von 2,3 auf 7,4. Der ESM-Einkaufsmanagerindex blieb nahezu unverändert (49,7 nach 49,8) und überwand die 50-Punkte-Marke nicht. Allerdings schwanken die Daten recht stark, so dass wir zur Vorsicht mahnen und vor verfrühtem Optimismus warnen.

Die Fed hat deutlich gemacht, dass sie mit der Erholung der US-Konjunktur unzufrieden ist. Die Märkte warten nun auf Ben Bernankes Rede auf der Jackson-Hole-Konferenz Ende des Monats. Sie hoffen, dann einige Anhaltspunkte über die weitere Entwicklung der amerikanischen Geldpolitik zu erhalten.

Hinzu kommt, dass sich die Emerging-Market-Daten schon seit mehreren Monaten im Abwärtstrend befinden. Das mäßige Industrieproduktionswachstum in China, Taiwan und Singapur (Elektronik), aber auch in Brasilien spricht für eine weitere Schwäche des verarbeitenden Gewerbes. Daran ändert auch die Tatsache nichts, dass Asien und insbesondere China die geld- und fiskalpolitischen Mittel haben, um das Wachstum zu beleben.

Das schwache Nachfragewachstum kann auch die Unternehmen an einer Anpassung der Lagerbestände gehindert haben, so dass sie nach wie vor zu hoch sind.

Alles in allem glauben wir, dass sich das Konjunkturfeld weiter verschlechtert. Erschwerend kommt hinzu, dass die Regierungen jetzt keine Möglichkeit mehr haben, die Wirtschaft mit fiskalpolitischen Maßnahmen wieder in Gang zu bringen. Auf der anderen Seite haben sich die Notenbanken weltweit zu einer Lockerung der Geldpolitik entschlossen, was das Wachstum wiederum stützen kann. Allerdings wirkt die Geldpolitik erst mit großer Verzögerung – und auch nicht immer gleich schnell.

Auswirkungen für Investoren

Risikobehaftete Wertpapiere haben wir bislang

zurückhaltend eingeschätzt, und zwar aus zwei Gründen: (1) wegen der systemischen Risiken aufgrund der Schuldenkrise im Euro-Raum und (2) wegen der schwächeren Konjunktur, insbesondere in der Industrie.

Asset-Allokation: Halbherzige, wenig überzeugende Maßnahmen der EZB

Präsident Draghis Aussagen in London waren eine große Überraschung. Auf seiner zweiten Pressekonferenz im August holte er die zu optimistisch gewordenen Marktteilnehmer dann auf den Boden der Tatsachen zurück. Draghi sagte jetzt sehr deutlich, dass die EZB vor allem kurzlaufende Anleihen im Blick hat, um den geldpolitischen Transmissionsmechanismus wieder in Gang zu bringen. Umfangreiche Interventionen in sämtlichen Laufzeitbereichen deutete er nicht einmal ansatzweise an, so dass die Enttäuschung überwog. Die Spreads länger laufender Peripherieländeranleihen weiteten sich stark aus, die Aktienmärkte gaben nach.

Wir glauben aber, dass die EZB zumindest etwas Klarheit über ihre zukünftige Richtung geschaffen hat. Sie wird den Kurs einer Euro-Rettung „um jeden Preis“ nicht mehr verlassen können. Obwohl mutige Zentralbankmaßnahmen auf kurze Sicht **meist günstig für risikobehaftete Wertpapiere sind, wäre es aber voreilig, ihre Gewichtung jetzt signifikant zu erhöhen**. Präsident Draghi hat keinen Zweifel daran gelassen, dass es jetzt vor allem Sache der Regierungen ist, das Vertrauen wiederherzustellen – indem sie die Staatsfinanzen konsolidieren. Die Risiken bleiben daher weiter hoch.

Der „Draghi Put“ hat das Risiko eines deutlichen Kurseinbruchs an den Aktienmärkten zumindest etwas verringert. Umso größer sind aber die konjunkturellen Risiken geworden, für den Euroraum ebenso wie für die USA.

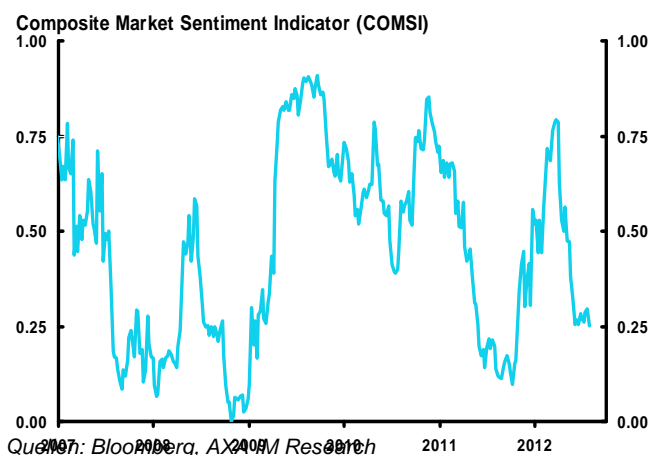
Folglich behalten wir unsere Untergewichtung von Aktien einstweilen bei. Wir bleiben aber bei unserer im Folgenden beschriebenen Einschätzung kürzerlaufender Peripherieländerpapiere. Im Aktienbereich setzen wir weiter auf die in unserer Juli-Strategie dargestellten Länderallokation.

Renten: Stellen Sie sich nicht gegen die EZB – setzen Sie auf kurzlaufende Peripherieländeranleihen

Wir möchten noch einmal unsere positive Einschätzung kurzlaufender Peripherieländeranleihen hervorheben – den sogenannten „Draghi Put“. Ihre Laufzeiten entsprechen weitgehend dem Dreijahrestender der EZB. Falls Sie über eine Verlängerung ihrer Portfolioduration nachdenken, geben Sie der Versuchung nicht nach – warten Sie besser noch ab: Längerlaufende Anleihen können ein gutes Langfristinvestment sein, dürften aber in den kommenden Wochen sehr volatil bleiben. Dies wird vermutlich mindestens so lange anhalten, bis mehr Klarheit über die Einzelheiten der EZB-Interventionen und die Reaktionen der italienischen und der spanischen Regierung auf die Aktivierung des EFSF und des ESM bekannt sind.

Bei **deutschen Bundesanleihen** rechnen wir nicht mit einem deutlichen Renditeanstieg. Sie sind aber nach wie vor ein wichtiges Instrument zur Portfolioabsicherung. Wir gehen unverändert davon aus, dass sich die Bundesanleiherenditen weiter auf niedrigem Niveau und in einem engen Handelskorridor bewegen werden. Die sehr niedrigen Kurzfristrenditen und die anhaltende Rezession im Euroraum werden einen Anstieg verhindern. Die Renditen dürften kaum auf den von uns geschätzten risikoadjustierten fairen Wert steigen, der zurzeit unter der 2%-Marke liegt.

Abbildung 4
Keine Verbesserung unseres Risikoaversionsindicators



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.