

Investment Spotlight

14. Juni 2012

AXA Investment Managers - Research & Investment Strategy

WOCHENBERICHT

Euroraum: Die Tage danach

Im Überblick

- In einer Break-Even-Analyse für die Anleihemärkte haben wir untersucht, was passieren muss, damit Anleiheinvestitionen wieder rentabler werden als Geldmarktanlagen. Ausgangspunkt ist die Annahme eines Zusammenhangs zwischen der allgemein akzeptierten Sharpe Ratio und der laufenden Rendite.
- Allerdings ist schwer vorstellbar, dass sich die Spreads von (italienischen und spanischen) Peripherieländeranleihen kräftig ausweiten, ohne dass dies die geplante Haushaltskonsolidierung und den Zusammenhalt des Euroraums gefährdet.
- Die Aktienkurse enthalten bereits hohe Risikoabschläge. Sie spiegeln die derzeitige Risikoaversion der Marktteilnehmer wider. In den Kursen dürfte also bereits ein Negativszenario berücksichtigt sein.
- Im besten Fall dürften die Kurse nur um weitere 10% fallen. Im schlimmsten Szenario, einer tiefen Rezession im Euroraum, könnten Aktien weitere 30% oder noch mehr verlieren.
- Eine Intervention der EZB könnte die Dominoeffekte an den Aktienmärkten erheblich mindern.

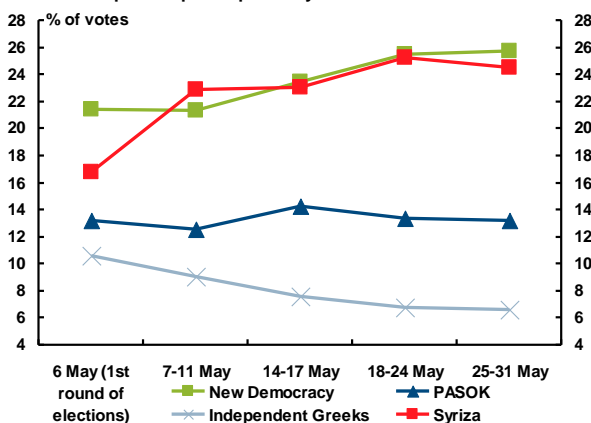
von

Ombretta Signori
und Mathieu L'Hoir

Abbildung 1

Wahlen in Griechenland: Nichts ist sicher

Percentage of votes implied by the various survey polls of the Greek public opinion post-May 6



Quellen: Verschiedene Meinungsforschungsinstitute, AXA IM Research

Die Risiken an den Finanzmärkten bleiben hoch. Mehr noch als die Griechenlandkrise macht jetzt die spanische Bankenkrise Angst (*Abbildung 1*). In vielen südeuropäischen Ländern wird offen darüber gesprochen, dass Bankkunden ihre Guthaben abheben. Und es kommt noch schlimmer: Der Konjunkturausblick hat sich verschlechtert. Viele regelmäßig erhobene Indikatoren geben nach oder brechen regelrecht ein. Die Wahrscheinlichkeit eines „Triple-Dip“ im Euroraum ist gestiegen. Eine dritte Rezession innerhalb kürzester Zeit ist nicht mehr auszuschließen.

In dieser Gemeinschaftsstudie befassen wir uns mit den beiden wichtigsten Assetklassen, Renten und Aktien. Im Rententeil versuchen wir uns nicht an einer Prognose der Renditen und Spreads von Staatsanleihen, sondern führen eine „Break-Even-Analyse“ durch. Im Aktienteil betrachten wir die möglichen Kursverluste nach einem Austritt Griechenlands aus dem Euroraum.

Peripherieländeranleihen: Eine Wahl zwischen Mathematik und Politik

Ombretta Signori

Je länger die Staatsanleihenkrise anhält, desto mehr hängt die Zinsentwicklung in den Peripherieländern von unberechenbaren und nicht immer rationalen Faktoren ab: von der Politik. Daher prognostizieren wir nicht mögliche Zinsentwicklungen, sondern wählen einen alternativen Ansatz. Ziel ist, die folgende Frage zu beantworten: „Wie hoch muss die erwartete Wertentwicklung eines Index für zehnjährige Anleihen sein, damit sein risikoadjustierter Mehrertrag gegenüber dem Geldmarkt akzeptabel ist?“ **Wir wollen also eine „Break-Even-Performance“ errechnen, ab der Anleiheinvestitionen interessanter als Geldmarktanlagen sind.** Dabei ermitteln wir die in der Sharpe Ratio¹ enthaltene implizite Perfor-

mance, ein wichtiger Maßstab für viele Investoren.

Dieser Ansatz hat zwei Vorteile: Er berücksichtigt die Anlagerisiken und gibt Investoren die Möglichkeit zu entscheiden, ob die erwartete Performance angesichts der individuellen Risikobereitschaft attraktiv ist.

Wie berechnen wir die Break-Even-Performance?

Für unsere Anlage geben wir ein Sharpe-Ratio-Ziel vor. In die entsprechende Formel setzen wir dann Schätzwerte für die Anleihevolatilität und die erwartete Performance der risikolosen Anlage (Kasse) ein. Dabei legen wir einen zweijährigen Anlagehorizont zugrunde, weil kaum ein institutioneller Investor einen kürzeren Horizont hat und in dieser Zeit eine endgültige Lösung der Krise denkbar erscheint.

Welche Sharpe Ratio?

Hier untersuchen wir zwei Fälle: Eine hohe Sharpe Ratio von 0,5, dem Durchschnitt der Zeit von der Euro-Einführung bis zum Beginn der Schuldenkrise (*Abbildung 2*), und eine niedrige von 0,2, dem niedrigsten Wert in unserem Länderkorb² in einer anderen turbulenten Phase, der Krise des europäischen Wechselkursmechanismus in den Jahren 1993-1995³, also noch vor der Einführung des Euro.

¹ Die Sharpe Ratio ist definiert als:

$$\text{Sharpe Ratio} = \frac{\text{Mehrertrag} - \text{Geldmarktertrag}}{\text{Volatilität}}$$

⇒ Anleihertrag = (Sharpe Ratio * Volatilität) + Geldmarktertrag

² Auf diese Länder entfallen fast 90% des EMU-Anleihenindex.

³ Unsere Analyse beginnt aufgrund der Datenverfügbarkeit 1993.

Abbildung 2
Risiko-Ertrags-Profil der Indizes für zehnjährige Anleihen

	Mehrertrag*	Annualisierte Volatilität	Sharpe Ratio
2000-2009			
Deutschland	2,1%	3,6%	0,6
Frankreich	2,2%	3,7%	0,6
Italien	1,8%	3,5%	0,5
Spanien	2,2%	3,7%	0,6
Belgien	2,3%	3,6%	0,6
Niederlande	2,2%	3,6%	0,6
1993-1995			
Deutschland	2,3%	5,6%	0,4
Frankreich	1,6%	6,7%	0,2
Italien	4,5%	9,7%	0,5
Spanien	4,0%	7,8%	0,5
Belgien	2,8%	6,1%	0,5
Niederlande	3,2%	5,3%	0,6

*Mehrertrag gegenüber Einmonatsgeld
Quellen: Datastream, AXA IM Research

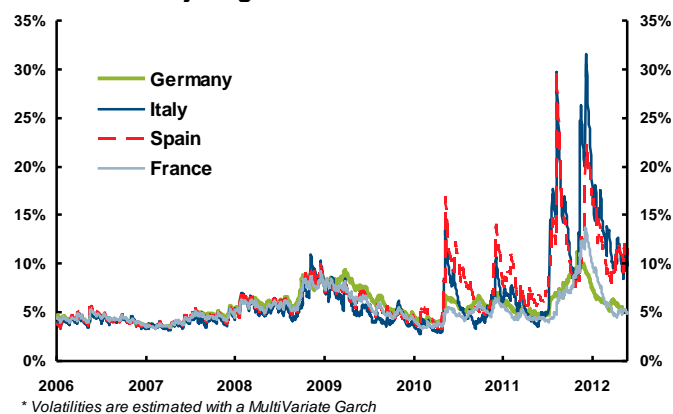
Aktienmarktvolatilität

Bis jetzt hat die Schuldenkrise den Euroraum in ähnlicher Weise auf die Probe gestellt wie das Lehman-Debakel den Aktienmarkt. Die Krise erreichte ihren Höhepunkt im letzten November, als die italienische Zehnjahresrendite auf 7,5% und die spanische auf 6,7% stieg. Die Volatilität war zeitweise ähnlich hoch wie die von Aktien, nämlich 30% (Abbildung 3).

Betrachtet haben wir die (sehr hohe) annualisierte Durchschnittsvolatilität⁴ in der Zeit von Juli 2011 bis Mai 2012. Sie betrug bei deutschen und französischen Zehnjahresanleihen 7%, bei italienischen 15%, bei spanischen 13%, bei belgischen 9% und bei niederländischen 6%. Diese Werte entsprechen unserem pessimistischsten Szenario für Länder wie Italien und Spanien, denn sie sind drei Mal so hoch wie normal. In anderen Ländern, etwa in Frankreich, ist die Volatilität hingegen weniger stark erhöht. Außerdem gehen wir davon aus, dass die Marktturbulenzen zwei Jahre anhalten!

⁴ Wir schätzen teils kontinuierliche Volatilitäten mit einem MV DCC Garch (1.1) Prozess.

Abbildung 3
Höhepunkt der Rentenmarktvolatilität im Herbst
Volatilität zehnjähriger Anleihen



Quellen: Datastream, AXA IM Research

Der erwartete risikolose Zins

Wir unterstellen einen erwarteten risikolosen Zins von durchschnittlich 0,5% in den nächsten Jahren, also eine extrem expansive Geldpolitik. Tatsächlich hat man mit Euro-Einmonatsgeld (gemessen am JPM-Index) seit Jahresbeginn 0,6% verdient (aufs Jahr hochgerechnet).

Die Break-Even-Performance im Stressszenario

Abbildung 4 zeigt die Break-Even-Performance im Stressszenario.

Abbildung 4
Break-Even-Performance zehnjähriger Anleihen im Stressszenario

	SR=0,2	SR=0,5
Deutschland	1,9%	4,1%
Frankreich	2,0%	4,1%
Italien	3,5%	8,0%
Spanien	3,1%	6,9%
Belgien	2,2%	4,9%
Niederlande	1,8%	3,7%

Quellen: Datastream, AXA IM Research

Wichtig ist dabei, dass die Renditen in den kommenden zwei Jahren sogar noch weiter fallen müssen, damit man mit langfristigen Bundesanleihen angemessene risikoadjustier-

te Erträge erzielt. Eine moderate Sharpe Ratio von 0,2 für Peripherieländeranleihen erscheint hingegen angesichts des derzeitigen Renditeniveaus keineswegs ausgeschlossen, sofern der Euroraum nicht auseinanderbricht.

Es sind unendlich viele Renditeentwicklungen denkbar, die zu einer solchen Performance führen. Wir beschränken uns auf zwei mögliche Entwicklungen der italienischen Zehnjahresrendite, die eine Sharpe Ratio von 0,2 ergeben. In beiden Fällen gehen wir davon aus, dass ein Austritt Griechenlands aus dem Euroraum die Länderrisikoprämien in den kommenden Monaten in die Höhe treibt. *Abbildung 5* zeigt die beiden Entwicklungspfade.

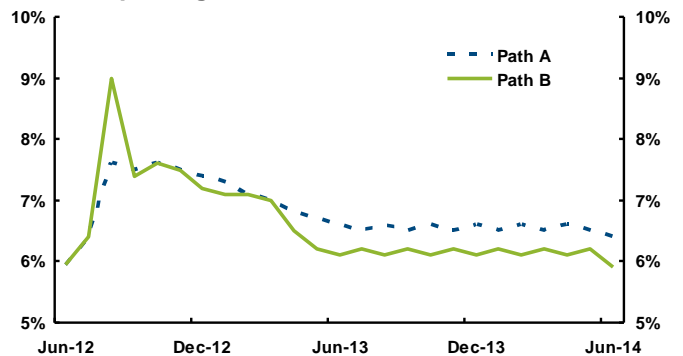
Im ersten Fall (A) steigen die Renditen auf etwa 7,5% und bleiben bis zum Jahresende über 7%. Schließlich stabilisiert sich die Lage, und die Renditen gehen wieder zurück, aber nicht auf weniger als 6%.

Im zweiten Fall (B) kommt es nach den Wahlen in Griechenland zu extremen Dominoeffekten. Die Renditen steigen zumindest kurzfristig auf mehr als 9% und gehen dann rasch auf gut 7% zurück, möglicherweise aufgrund neuerlicher Interventionen der Europäischen Zentralbank. In diesem Fall werden sich die Renditen unseren Annahmen zufolge 2013 auf etwa 6% einpendeln.

Fassen wir also zusammen: Beide unterstellten Entwicklungen der italienischen Zehnjahresrendite führen zu einem erheblichen Mehrertrag gegenüber dem Geldmarkt. Allerdings ist uns auch bewusst, dass das italienische Wirtschaftswachstum stark einbrechen könnte, was die geplante Haushaltskonsolidierung unmöglich machen würde. Das dürfte auch den Zusammenhalt des Euroraums gefährden. Fest steht aber auch, dass eine günstigere Renditeentwicklung für Peripherieländerinvestoren noch besser wäre.

Abbildung 5
Welche Renditeentwicklung entspräche einer Sharpe Ratio von 0,2? Das Beispiel Italien

Zwei Renditepfade, die eine Wertentwicklung von 3,5% p.a. ergeben



Quelle: AXA IM Research

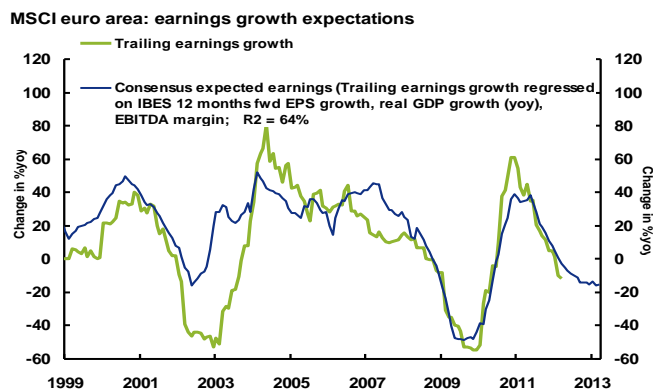
Euroraum-Aktien: Was wird an den Märkten zurzeit erwartet?

Mathieu L'Hoir

Welche Auswirkungen könnte ein Negativszenario auf die Aktienmärkte haben? Die Antwort hängt eng mit einer zweiten Frage zusammen: Was ist bereits in den Kursen berücksichtigt? Betrachten wir daher zunächst die Gewinnerwartungen der Marktteilnehmer auf der **Grundlage unseres eigenen Erwartungsmodells. Es analysiert die Zwölfmonats-Gewinnerwartungen der Investoren aus Bottom-up- und Top-down-Sicht.** In unser Erwartungsmodell fließen sowohl die **Konsenserwartungen laut IBES als auch die von Bloomberg erhobenen Konsenserwartungen der Volkswirte für das reale Wirtschaftswachstum** ein (als Proxy). Das Modell korrigiert die allgemein bekannten Verzerrungen in den Gewinnprognosen der Analysten, die meist viel zu optimistisch sind. So rechnen die Analysten noch immer damit, dass die Gewinne im Euroraum in den kommenden zwölf Monaten um etwa 13% steigen. Wir halten einen solchen Anstieg, gelinde gesagt, nach wie vor für sehr ambitioniert – denn im Durchschnitt rechnen die Volkswirte in diesem Jahr mit einem Rückgang des Euroraum-BIP um 0,35%.

Die Bottom-Up- und die Top-Down-Analysen der Marktteilnehmer sprechen letztlich eher für eine Stagnation der weltweiten Unternehmensgewinne in den kommenden zwölf Monaten. Sie ergibt sich aus einem leichten Gewinnanstieg in den USA und einem zweistelligen Gewinnrückgang im Euroraum (Abbildungen 6 und 8). Für Spanien wird sogar ein Gewinnrückgang um über 20% erwartet (Abbildung 8). **Die Wachstumserwartungen sind bereits sehr niedrig, eine Folge des derzeitigen Konjunkturmehrfeldes und der Auswirkungen der Schuldenkrise im Euroraum.** Dennoch möchten wir darauf hinweisen, dass wir noch immer weit von dem 50-prozentigen Rückgang der Gewinne im Euroraum im Jahr 2009 entfernt sind. Die Zahlen deuten eher auf einen etwa 20-prozentigen Rückgang hin, wie in den letzten zwölf Monaten.

Abbildung 6
Trübe Gewinnaussichten für den Euroraum
Quellen: Bloomberg, Datastream, AXA IM Research



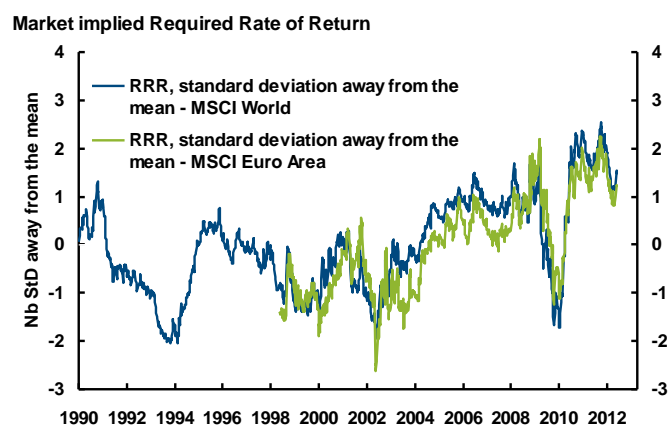
Bewertungen: Was ist in den Kursen schon enthalten?

Zu den Bewertungen ist anzumerken, dass die Kennziffern ohne einen erneuten Anstieg der Risikoaversion sowie der systemischen Risiken aufgrund des griechischen Dramas und der spanischen Bankenkrise offensichtlich höher wären. Dies gilt zumindest für Europa. **Fest steht aber auch, dass die Bewertungskennziffern noch weiter fallen können, da europäische Aktien zum Zwölffachen der**

Gewinne der letzten zwölf Monate gehandelt werden. Damit sind sie noch immer 20% höher bewertet als im September 2011 und 40% höher als im März 2009.

Um zu beurteilen, was in den Kursen bereits enthalten ist, **nutzen wir unser Kapitalwertmodell für die zukünftigen Dividenden (Dividend Discount Model).** Es ermittelt den fairen Wert der Aktienmärkte unter Berücksichtigung der Gewinnerwartungen und der vom Markt geforderten Rendite (Required Rate of Return, RRR). In das Modell fließen die Gewinnrenditen der Vergangenheit, das zukünftige Gewinnwachstum und, als Diskontfaktor, die RRR ein⁵. Wir setzen die impliziten Gewinnwachstumserwartungen des Marktes in das Modell ein und ermitteln dann aus den derzeitigen Kennziffern für die untersuchten Märkte die geforderte Rendite, also die RRR.

Abbildung 7
Der Markt fordert bereits hohe Renditen



Quellen: Bloomberg, Datastream, AXA IM Research

Insgesamt sind in den zurzeit niedrigen Bewertungskennziffern bereits hohe RRRs enthalten. Sie liegen weltweit 1,5 Standardabweichungen über dem Vergangenheitsdurchschnitt (1,2 Standardabweichungen im Euroraum) und damit nur knapp unter dem Höchststand der letzten 20 Jahre (Abbildung 7). **Dies spiegelt**

⁵ Genauer gesagt ist die RRR jener Gesamtertrag, den die Marktteilnehmer erwarten, damit sie in Aktien investieren. Er entspricht der Summe aus Risikoprämie für Aktien und risikolosem Zins. In der Tradition von Campbell und Schiller (1988) werden alle Variablen logarithmiert. Das Modell wird mit Wochendaten von Dezember 1995 bis Ende Mai 2012 geschätzt.

die derzeit hohe Risikoaversion der Marktteilnehmer deutlich wider und zeigt, dass das Negativszenario bereits zum Teil in den Kursen enthalten ist.

Abbildung 8

Italien am stärksten betroffen, in Spanien ist noch eine Anpassung nötig

Länder	Implizite RRR (in Standardabweichungen)	Implizite Gewinnwachstums-erwartungen des Marktes
Welt	1,5	0%
USA	1,3	5%
Euroraum	1,2	-15%
Deutschland	1,5	-5%
Frankreich	1,1	-14%
Italien	1,8	-16%
Spanien	0,6	-22%
Großbritannien	1,6	-3%

Quellen: Bloomberg, Datastream, AXA IM Research

Einige Märkte sind stärker von der Rückkehr der Risikoaversion betroffen als andere, vor allem Italien (Abbildung 8). Ganz besonders krisenanfällig schienen hingegen spanische Aktien zu sein, weil hier die schlechten Nachrichten bislang weniger stark in den Kursen berücksichtigt sind als in den anderen Ländern – trotz der bereits niedrigen Bewertungskennziffern.

Was ist, wenn sich das Negativszenario bewahrheitet?

An den Aktienmärkten gibt es zurzeit eigentlich nur zwei mögliche Entwicklungen: Schwarz oder Weiß. Die Risiken könnten schnell zu einer Panik führen, wenn die Euro- und Schuldenkrise weiter eskalieren – etwa im Negativszenario, in dem Griechenland die Gemeinschaftswährung verlässt und dies große Auswirkungen auf die anderen Peripherieländer hat.

Kurzfristig bedeutet das Negativszenario für die Aktienmärkte vor allem, dass die Risikoaversion deutlich steigt und die erforderliche Rendite aufgrund der Unsicherheit über ein mögliches Übergreifen der Krise auf die anderen Peripherieländer zulegt. Um dies zu quan-

tifizieren, simulieren wir die Auswirkungen drastischer Änderungen der RRR auf die Aktienmärkte im Euroraum. Wir unterstellen Werte von 1,5 bis 2,2 Standardabweichungen, gegenüber einem aktuellen Wert von 1,2.⁶

Kurzfristig würden die Gewinnwachstumserwartungen dann vermutlich deutlich nach unten revidiert. Die Auswirkungen des Negativszenarios auf die Gewinne dürften im Finanzsektor am stärksten sein. Die Staatsanleihespreads würden sich ausweiten, was den Banken, die bereits unter der schwachen Konjunktur (insbesondere in den Peripherieländern) leiden, schaden würde. Die unmittelbarsten Folgen wären eine Liquiditätsklemme und strengere Kreditbedingungen, doch ist auch ein Bank Run vorstellbar, wenn ein Übergreifen der Krise auf andere Länder nicht verhindert wird. Das Ergebnis wäre ein Teufelskreis aus niedrigeren Investitionen und einem drastischen Einbruch des Konsumentenvertrauens und des Geschäftsklimas. Letztlich würden dann auch die Umsätze und Gewinnmargen einbrechen. Wie schlimm dies für die Aktienmärkte ist, hängt dann davon ab, inwieweit der Euroraum eine weitere Ausbreitung der Krise verhindern kann und wie schnell und entschlossen die EZB eingreift, sei es durch Liquiditätsspritzen oder ein neues Wertpapierankaufprogramm, von dem auch die Aktienmärkte profitieren würden.

Mit unserem Top-down-Modell für das Gewinnwachstum beurteilen wir die möglichen Auswirkungen auf die Aktienmärkte im Euroraum. Das Regressionsmodell erklärt das Gewinnwachstum mit dem **BIP-Wachstum, der EBITDA-Marge und unserem Top-down-Proxy für die Gewinnmarge (Verbraucherpreisentwicklung – Produzentenpreisentwicklung)**. Wir schätzen den Gewinnrückgang bei drei verschiedenen Konjunkturszenarien, wobei wir im ersten Szenario einen BIP-Rückgang um 0,5% (leichte Ansteckung), im zweiten Szenario einen Rückgang um 1,5% und im Negativszenario einen Rückgang von 3% (stärkere Ansteckung) unterstellen. Der Marktkonsens geht

⁶ Die höchste jemals gemessene Abweichung vom historischen Durchschnitt beträgt 2,2.

hingegen nur von einem Rückgang von 0,35% aus. Für die EBITDA-Marge unterstellen wir das derzeitige Niveau von 14,8% im ersten Szenario, während wir im zweiten Szenario 14% und im Negativszenario 13% und damit den niedrigsten Stand seit dem Platzen der Bubble unterstellen. Die erwarteten Gewinnrückgänge betragen 23%, 33% und 45% gegenüber dem Vorjahr; zurzeit ist ein Rückgang um 15% in den Kursen enthalten (*Abbildung 8*). Zum Vergleich: Der stärkste Rückgang der Vergangenheit betrug 54% im Jahr 2009 (*Abbildung 5*), was einem Minus von 30% auf Kalenderjahrbasis entspricht.

Abbildung 9 zeigt die Ergebnisse für die drei Szenarien. **Weil in den Kursen bereits sehr hohe Risikoprämien berücksichtigt sind kann es sein, dass sie im günstigsten Szenario um nur weitere 10% fallen. Im Negativszenario ist hingegen ein Rückgang um weitere 30% denkbar.**

Abbildung 9
Die Konsequenzen des Negativszenarios werden stark von der politischen Reaktion abhängen

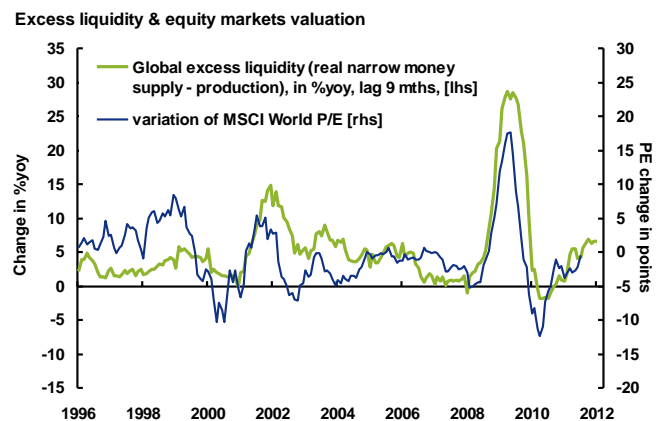
RRR (Standardabweichungen)	Gewinnwachstum		
	-23%	-33%	-45%
1,5%	-10%	-14%	-20%
1,8%	-17%	-21%	-27%
2,2% (maximum)	-27%	-31%	-37%

Quellen: Bloomberg, Datastream, AXA IM Research

Wenn es hingegen zu einer Ansteckung kommt, würde die Geldpolitik vermutlich rasch

handeln. Die EZB wird ihre Bilanz rasch ausweiten, wie schon im 4. Quartal 2011. Nicht-sterilisierte Liquiditätsmaßnahmen könnten dann die Aktienmärkte stützen (*Abbildung 10*).

Abbildung 10
Reichlich Liquidität stützt die Aktienmärkte



Quellen: Bloomberg, Datastream, AXA IM Research

Die Reaktion der Bewertungskennziffern auf einen Liquiditätsanstieg (gemessen am Anstieg der realen Geldmenge abzüglich des Anstiegs der Industrieproduktion) ist erheblich. Im Durchschnitt führt ein Anstieg unserer Liquiditätsproxys um 1% zu einem Bewertungsanstieg um 0,5%. **Wenn also unser Proxy wieder auf das Niveau von 2009 steigt, könnten die Bewertungskennziffern um bis zu 15% zulegen, sofern sich der Effekt noch nicht erschöpft hat. Dies wäre sicherlich hochwillkommen, denn es würde die Auswirkungen einer negativen Entwicklung im Euroraum auf die Aktienmärkte begrenzen.**

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.