

Die asynchrone Triade

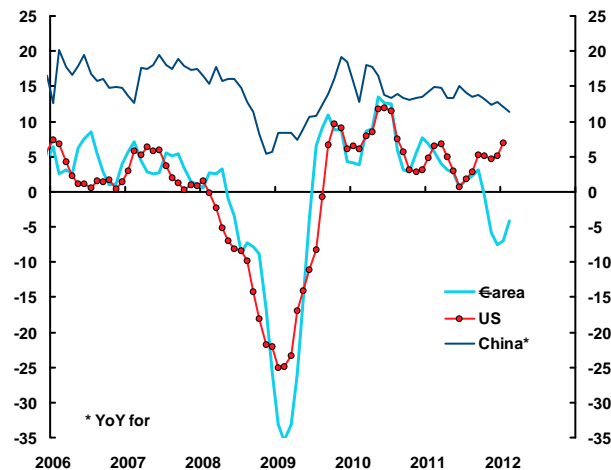
von

Raphaël Gallardo
& Franz Wenzel

Im Überblick

Abbildung 1

Asynchrone Weltwirtschaft
Industrieproduktion in % z.Vq., annualisiert



Quellen: Nationale Statistikämter, AXA IM Research

- Industrieproduktion weltweit stärker
- Höheres Wachstum in den USA, auch wegen der noch immer expansiven Geldpolitik
- Vermutlich Stabilisierung in Europa, aber noch immer Risiken in den Peripherieländern
- In den nächsten Monaten wohl wieder höheres Wachstum in China
- Aktuelle Schwäche risikobehafteter Wertpapiere wohl nur vorübergehend: Wir bleiben bei unserer positiven Einschätzung, aber Verlustabsicherung bleibt wichtig.
- Renten: Zunächst noch neutrale Positionierung in den Kernländern; ausgewählte Euro-Länder mit höheren Renditen bleiben interessant.
- Aktien: Euroraum und Emerging Markets weiter übergewichtet, Untergewichtung Japans

Die Märzahlen haben unsere positive Einschätzung der Weltkonjunktur offensichtlich bestätigt. Unser Welthandelsindikator hat sich weiter stark erholt, ebenso wie die sektoralen Exportmodelle für Investitionsgüter und Halbleiter und die Einkaufsmanagerindizes kleiner offener Volkswirtschaften wie Taiwan und Südkorea. Die Länderanalyse zeigt aber auch, dass die Industrieproduktion nicht überall gleich stark zugelegt hat. Fortschritte gab es insbesondere in Nordamerika und Asien (ohne China). Während das Wachstum in China nach einem Tiefpunkt (!) von 8% im 1. Quartal 2012 (im Vorjahresvergleich) wieder steigen dürfte, sind die Aussichten für einige europäische Länder wesentlich unsicherer. Hier bleibt die Lage wegen der anhaltenden Banken- und Staatsschuldenkrise schwierig.

USA: Mäßiges Wachstum ...

Seit dem 4. Quartal 2011 hat sich die amerikanische Industrieproduktion außerordentlich gut erholt. Sicher haben dazu der Wiederaufbau der Lagerbestände und der Nachholbedarf bei Automobilkäufen (nach den Problemen der asiatischen Zulieferer im letzten Jahr) beigetragen, doch dies allein erklärt die neue Stärke der amerikanischen Industrie nicht. Die drastische reale Dollar-Abwertung in den Jahren 2009 bis 2011 und nicht zuletzt die niedrigeren Energiepreise (Schiefergas) haben dem verarbeitenden Gewerbe geholfen, seine internationale Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern. Die Exportauftragskomponente des ISM-Einkaufsmanagerindex im 1. Quartal 2011 (56 Punkte) spricht dafür, dass der Außenhandel im gesamten ersten Halbjahr 2011 die Konjunktur stützen wird. Wir erwarten einen Wachstumsbeitrag von etwa 0,5 Prozentpunkten.

Binnenwirtschaftlich wird es vermutlich gleich zwei wichtige Veränderungen geben: Der Konsum dürfte die Investitionen als wichtigste Wachstumsquelle ablösen, und bei den Investitionen ist eine Verschiebung von Ausrüstungen und Software (die aufgrund steuerlicher Anreize im zweiten Halbjahr 2011 geboomt haben) zu Bauinvestitionen zu erwarten. Dies gilt gleichermaßen für Handels-, Industrie- und Wohnbauten. Insbesondere dürften verstärkt Mehrfamilienhäuser gebaut werden.

Zum Konsum ist anzumerken, dass die Sparquote aufgrund des Anstiegs der verfügbaren

Einkommen Ende 2011 ebenfalls zugelegt hat. Zuvor war sie auf ein gefährlich niedriges Niveau gefallen. Die Sozialtransfers sind zwar zurückgegangen, aber der stabile Arbeitsmarkt (neue Stellen, mehr Arbeitsstunden, höhere Löhne) und der Anstieg der Arbeitseinkommen um 8% (annualisiert) in den letzten sechs Monaten könnten den jüngsten Benzinpreisanstieg auffangen, so dass die Haushalte wieder mehr Geld ausgeben. Schwerpunkt werden dabei langlebige Konsumgüter sein, auch aufgrund der günstigen Finanzierungsbedingungen. Wir rechnen damit, dass sich das Konsumwachstum in der zweiten Jahreshälfte 2012 leicht auf etwa 2,2% (annualisiert) abschwächen wird, nach 2,5% in der ersten Jahreshälfte. Die Ursachen sind die etwas restriktiveren Bedingungen für Verbraucherkredite und vor allem die abnehmende Arbeitsmarktdynamik.

... aber die Geldpolitik muss die Konjunktur weiter stützen

Nach unserem Arbeitsmarktmodell, in das die Erstanträge auf Arbeitslosengeld, die Zahl der Zeitarbeiter und die ISM-Daten einfließen, sind auch im März über 200.000 neue Stellen geschaffen worden. Dabei sollte man aber nicht übersehen, dass die Zahlen der letzten vier Monate durch den milden Winter nach oben verzerrt waren. Wir gehen davon aus, dass dadurch jeden Monat etwa 40.000 zusätzliche Stellen geschaffen wurden. Die Arbeitsmarktdynamik der letzten sechs Monate dürfte daher langfristig keinen Bestand haben, zumal sie auch gemessen am Potenzialwachstum von nach wie vor nur etwa 2% zu hoch erscheint.

Ein anderer wichtiger Grund für die gute Arbeitsmarktentwicklung ist das zu Beginn eines Aufschwungs eher niedrige Produktivitätswachstum. Die Arbeitsproduktivität dürfte in den kommenden Quartalen wieder steigen, auch weil die Unternehmen die zuletzt niedrigeren Kapitalkosten für Rationalisierungsinvestitionen und nicht etwa für Kapazitätserweiterungen genutzt haben. Das Wirtschaftswachstum wird daher in nächster Zeit nicht mehr mit einem so starken Beschäftigungszuwachs einhergehen. Der jüngste Rückgang der Arbeitslosigkeit um 0,8 Prozentpunkte in nur sechs Monaten sollte deshalb nicht auf das Gesamtjahr 2012 extrapoliert werden.

In diesem Sinne hatten sich im März zahlreiche Mitglieder des Offenmarktausschusses der Fed geäußert. Sie wollten den insbesondere am Rentenmarkt verbreiteten Konjunkturoptimismus dämpfen, denn man begann zu bezweifeln, dass die Fed ihren Leitzins wirklich bis Ende 2014 nahe Null halten wird. Die amerikanische Notenbank bestand darauf, dass der Rückgang der Arbeitslosigkeit vor allem der vorübergehend niedrigeren Produktivität, aber auch der geringeren Partizipationsquote zu verdanken war. Die durchschnittliche Dauer der Arbeitslosigkeit war auf 40 Wochen gestiegen, und damit doppelt so hoch wie auf dem Höhepunkt der letzten drei Rezessionen.

Aufgrund der schwierigen Lage am Arbeitsmarkt und der Zahlungsschwierigkeiten zahlreicher Hauseigentümer (nach wie vor können jeden Monat etwa 200.000 Hausbesitzer ihren Schuldendienst nicht mehr leisten) hält die Fed an ihrer extrem expansiven Geldpolitik fest. Dies gilt umso mehr, als dass für 2013 eine äußerst restriktive Fiskalpolitik erwartet wird, die das Wirtschaftswachstum ceteris paribus um mindestens 1,6 Prozentpunkte dämpfen wird. Unter diesen Voraussetzungen setzen wir darauf, dass die Fed nach der Operation Twist im Juni zu neuen ungewöhnlichen Maßnahmen greift. Zu denken wäre etwa an Quantitative Easing mit Sterilisierung, also an Käufe von Staatsanleihen und MBS in Verbindung mit der Möglichkeit von Termineinlagen bei der Notenbank.

Euroraum: Nur eine Remission, aber noch keine Heilung!

Die Indikatoren für das verarbeitende Gewerbe im Euroraum sprechen dafür, dass die Rezession in der Industrie im 1. Quartal 2012 zu Ende gegangen ist, insbesondere wegen der Erholung der Exporte. Dennoch glauben wir, dass das BIP in der gesamten ersten Jahreshälfte 2012 nur leicht erholt. Insgesamt rechnen wir damit, dass 2012 als ein schwaches Jahr (mit etwa 0,4% BIP-Wachstum) in Erinnerung bleiben wird. Dies sollte nicht über die großen regionalen Unterschiede hinwegtäuschen. Das deutsche BIP wird vermutlich um 1,5% wachsen, das spanische um 1,7% schrumpfen.

In der ersten Jahreshälfte 2012 dürften die Exporte des Euroraums nach einem recht

schwachen zweiten Halbjahr 2011 wieder zulegen. Die Binnennachfrage leidet aber noch immer unter den drakonischen Sparmaßnahmen in den Peripherieländern, insbesondere in Spanien, wo die Fiskalpolitik das Wachstum in diesem Jahr ceteris paribus um 3,2 Prozentpunkte dämpft. Trotz der (nach den Dreijahrestendern der EZB) wieder lockereren Kreditbedingungen der Banken glauben wir, dass die Kreditinstitute bei mittel- bis langfristigen Krediten weiter zögern werden. Dies wird zwangsläufig die Unternehmensinvestitionen in Ländern wie Frankreich und Italien dämpfen, in denen die Innenfinanzierung nur eine untergeordnete Rolle spielt.

Die Maßnahmen der EZB haben ausgereicht, um den Teufelskreis zu durchbrechen, der die Peripherieländer und ihre Banken an den Rand der Insolvenz gebracht hatte. Den Bankenstatistiken für Januar und Februar zufolge stabilisieren sich Staatsfinanzen und Banken jetzt gegenseitig. Italienische und spanische Institute nutzen die günstige Liquidität der EZB, um italienische und spanische Staatsanleihen zu kaufen – der sogenannte Carry Trade. Dies bedeutet allerdings, dass die Korrelation zwischen Banken und Staatsanleihen auch dann hoch sein wird, wenn die ausländischen Gläubiger wieder nervös werden.

Wie schon im letzten Monat erwähnt, sollte die neue Stabilität in Europa aber nicht von den noch immer enormen Herausforderungen ablenken. Aufgrund der Maßnahmen der EZB blieb dem Euroraum eine systemische Liquiditätskrise erspart, doch sind die Wurzeln der Probleme (die zu hohe Verschuldung des privaten und öffentlichen Sektors in vielen Ländern, der unzureichende Finanzausgleich und eine unzureichende Globalsteuerung) noch nicht beseitigt. Für Irland, Spanien, Italien und Portugal bedeutet der Schuldenabbau in Verbindung mit der fehlenden geld- und währungspolitischen Autonomie noch immer eine große Gefahr. Der drastische Anstieg der Arbeitslosigkeit seit Juli 2011 (um 1,3 Prozentpunkte auf 9,3% in Italien und um 3,1 Prozentpunkte auf 23,6% in Spanien) macht weitere Austeritätsmaßnahmen zu einer bitteren Medizin. Die Regierungen Monti und Rajoy haben zwar mit Reformen begonnen, doch könnte ihre Akzeptanz bei den Wählern rasch schwinden.

Deshalb ist es sehr enttäuschend, dass sich die Eurogruppe letzten Monat nur zu einer halbherzigen Erhöhung der sogenannten „Brandmauer“ entschieden hat. Man ist weit von der Billion Euro entfernt, die die Peripherieländer in den kommenden zwei Jahren für ihre Refinanzierung benötigen. Stattdessen entschlossen sich die Staats- und Regierungschefs, den ESM schneller aufzustocken und ihn (mit einer Gesamtkapazität von 500 Mrd. Euro) zusätzlich zum bereits verabschiedeten EFSF-Programm (192 Mrd. Euro) weiterzuführen. Sollten nicht mehr Mittel in den ESM (fünf Tranchen à 16 Mrd. Euro) fließen, wird die zusätzliche Kreditkapazität von 500 Mrd. Euro für neue Programme erst Mitte 2014 erreicht. Hinzu kommt, dass 500 Mrd. Euro zu wenig sind, um die Märkte nachhaltig zu beruhigen, weil Spanien und Italien in den Jahren 2012 bis 2014 einen Refinanzierungsbedarf von 710 Mrd. Euro haben. Da die beiden Länder ihre eigene Refinanzierung mit ihrem Teil der ESM-Krediten nicht selbst garantieren können, sind die möglichen Kredite des ESM an Spanien und Italien auf die Anteile der anderen Euro-Raum-Länder beschränkt, also auf 68% von 500 Mrd. Euro = 340 Mrd. Euro.

Nach der spektakulären Rettung der Währungsunion durch die EZB scheinen sich die Regierungen jetzt schon wieder zurückzulehnen. Das könnte gefährlich werden.

China: Wenn das Wachstum wieder zulegt

Als die Weltkonjunktur Ende 2011 wieder anzog, war ausgerechnet von China nur selten die Rede. Die statistischen Verzerrungen durch das chinesische Neujahrsfest haben dann für noch mehr Unklarheit gesorgt. Aber trotz der planmäßigen Dämpfung des Wohnimmobilienmarkts scheint den Frühindikatoren wieder Leben eingehaucht worden zu sein. Jedenfalls gilt das für die Auftragseingänge kleinerer und mittlerer Industrieunternehmen (gemessen am Einkaufsmanagerindex der HSBC), für die Zahl neuer Investitionsprojekte und für das Verbrauchervertrauen. Die Banken vergeben allmählich wieder mehr Kredite, und der günstigere Inflationsausblick (der sich besonders deutlich in den wöchentlich gemessenen Lebensmittelpreisen zeigt) spricht für eine merkliche Lockerung der Geldpolitik noch

in diesem Jahr. Wir rechnen daher mit einer Konjunkturerholung bereits im 2. Quartal 2012, nachdem das Wachstum im 1. Quartal mit 8% (im Vorjahresvergleich) seinen Tiefpunkt erreicht hatte. Entscheidend werden erneut Exporte und Konsumausgaben sein, während die Bauinvestitionen aufgrund des nur mäßigen Sozialwohnungsbaus nur wenig Fortschritte machen.

Vom Wiedererstarken Chinas profitieren alle asiatischen Emerging Markets. Und auch Lateinamerika kommt zugute, dass die beiden wichtigsten Nachfrager seiner Exporte, Asien und die USA, weitere Fortschritte machen. Nur Osteuropa mangelt es an einer Erholung seiner wichtigsten Absatzmärkte. Lediglich die wieder steigende Kaufkraft der deutschen Verbraucher ist ein kleiner Trost.

Asset-Allokation: Abwarten

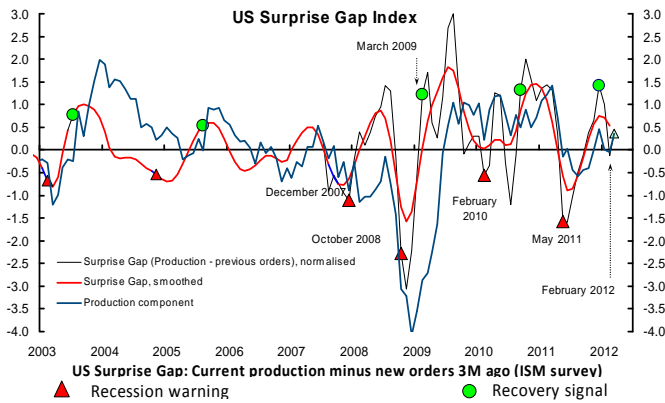
Nach einem Blitzstart ins 1. Quartal bewegen sich risikobehaftete Wertpapiere jetzt wohl eher seitwärts. Man sorgt sich wieder um das Wirtschaftswachstum, und seit einiger Zeit befürchtet man auch ein Wiederaufflammen der europäischen Staatsschuldenprobleme.

Es Die Verunsicherung der Marktteilnehmer überrascht nicht. Für die Zukunft ist kaum etwas wichtiger als die Frage, ob das Wirtschaftswachstum nachhaltig ist. Zwar sind wir fest davon überzeugt, dass die Liquidität der wichtigste Faktor für risikobehaftete Wertpapiere bleibt, doch dürfte der Überraschungseffekt in Zukunft wegfallen. Jetzt benötigt die Realwirtschaft Liquidität.

Die Märkte schätzen eine solche Übergangsphase meist nicht. Oft kommen Zweifel auf, ob die geldpolitischen Maßnahmen wirklich das Wachstum fördern. Wir glauben zwar, dass die Wachstumsdelle im 4. Quartal 2011 auch Auswirkungen auf das 1. Quartal hatte (wie einige häufig erhobene Daten nahelegen), doch dürfte der Übergang am Ende erfolgreich sein. Dennoch werden die Märkte vermutlich so lange verunsichert bleiben, bis sich der Glaube an eine Erholung allgemein durchgesetzt hat.

Abbildung 2

Stabiles Fundament für die US-Industrie



Quellen: ISM, AXA IM Research

Indessen sprechen die Bewertungen weiter für risikobehaftete Wertpapiere, und das aus drei Gründen: wegen der weltweit höheren Gewinnerwartungen, der noch immer günstigen Bewertungen und der weiterhin niedrigen Volatilität.

Alles in allem **bleiben wir daher bei unserer positiven Einschätzung von Unternehmenanleihen und Aktien**. Nach wie vor halten wir es aber für klug, sich zumindest partiell **gegen Verluste abzusichern**, zumal dies (am Aktienmarkt) zurzeit nicht sehr teuer ist.

Renten: Kernmärkte neutral – Italien und Peripherieländer bevorzugt

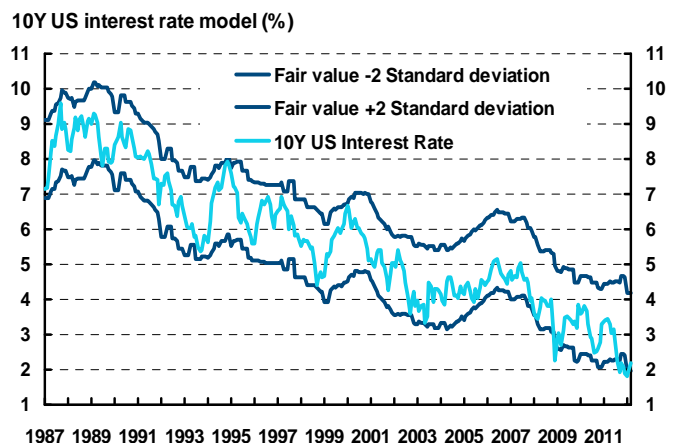
Der Anstieg der Anleiherenditen war nicht von langer Dauer. Zur Monatsmitte machten die amerikanischen Renditen einen Sprung nach oben, da die Konjunkturdaten unerwartet gut ausfielen und, was noch wichtiger ist, die Marktteilnehmer mit einer schon früheren Anhebung der extrem niedrigen Leitzinsen rechneten. Der Anstieg der Anleiherenditen war aber nicht von langer Dauer. Beendet hat ihn Fed-Chairman Ben Bernanke, der wenig Zweifel daran ließ, dass die Fed an ihrer Niedrigzinspolitik festhalten würde. Auf dieser Seite des Atlantiks kamen dann neue Zweifel an den Staatsfinanzen der Peripherieländer auf. Diesmal traf es Spanien. Schnell wurden alle in die Realität zurückgeholt.

Nach wie vor gibt es wenig Zweifel, dass die Investoren ihre Erwartung höherer US-

Renditen noch einmal hinterfragt haben. Dies erklärt zumindest einen Teil der heftigen Schwankungen am amerikanischen Rentenmarkt. Wir sind unverändert der Meinung, dass solche kurzfristigen Bewegungen übertrieben sind. Zwar hält die Fed einstweilen an der Operation Twist fest, doch dürfte sie parallel dazu ein neues QE3 vorbereiten. Dies soll im zweiten Halbjahr 2012 eine allmähliche Rückkehr zur Normalität möglich machen (vgl. unsere ausführliche Analyse auf Seite 9). Diesmal würde die zusätzliche Liquidität vermutlich sterilisiert, und die Fed würde schwerpunktmäßig MBS statt Staatsanleihen kaufen. Die Folge wären engere MBS-Spreads.

Ohne eine neuerliche Wirtschaftskrise oder, was noch schwerer wöge, Angst vor neuen systemischen Risiken im Euroraum dürften die Renditen dennoch eher steigen – denn die Wachstumsaussichten verbessern sich und die Geldpolitik wird insgesamt weniger expansiv. Die Aussichten auf angemessene Erträge mit langlaufenden US-Staatsanleihen verschlechtern sich. Aber sollte man die Investoren deshalb zur Zurückhaltung auffordern? Noch nicht, meinen wir. Für den wahrscheinlichsten Zeitpunkt einer Rückkehr zur Normalität halten wir das Jahresende 2012 oder die erste Jahreshälfte 2013.

Abbildung 3
US-Anleihen bleiben günstig bewertet



Quellen: Datastream, AXA IM Research

Im Euroraum rechnen wir damit, dass die Kombination aus der anhaltenden **Staats-schuldenkrise** und der extrem expansiven

Geldpolitik gut für deutsche Bundesanleihen ist und einen drastischen Renditeanstieg einstweilen unwahrscheinlich macht.

Die Länderspreads dürften vor allem auf die spanischen Konsolidierungsbemühungen und die italienischen Reformen reagieren, insbesondere auf die Arbeitsmarktreform in Italien. Spanien macht zurzeit mehr Sorgen. Das italienische Reformprogramm dürfte unserer Ansicht nach hingegen trotz der Kommunalwahlen Anfang Mai und des üblichen politischen Hickhacks fortgesetzt werden. Wir gehen davon aus, dass die neuen Gesetze noch vor dem Sommer verabschiedet werden.

Insgesamt empfehlen wir bei Bundesanleihen weiter eine neutrale Duration. In den Peripherieländern spricht mehr für Italien als für Spanien, wo eine neue Haushaltskrise drohen könnte. **Folglich raten wir zur Realisierung von Gewinnen.** Auf der anderen Seite dürften das neue Vertrauen in Italien und die damit einhergehende niedrigere Zinslast des italienischen Staats die Auswirkungen der anhaltenden Rezession auf die Staatsfinanzen abfedern. Langfristig dürften sich aber beide Länder merklich stabilisieren. Wenn es in Europa nicht zu großen Fehlentscheidungen kommt halten wir es für sinnvoll, die **derzeitige Korrektur zu nutzen und insbesondere in italienische Papiere zu investieren.**

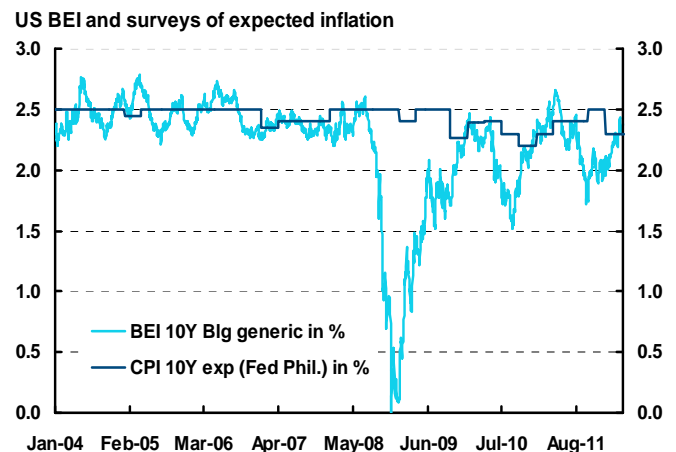
Inflationsindexierte Anleihen: USA bevorzugt

Im März haben TIPS nominalverzinsliche Anleihen deutlich hinter sich gelassen. Das lässt einige Zweifel an den weiteren Aussichten für diese Assetklasse aufkommen. Man bedenke, dass die zehnjährige Break-even-Inflation in den USA 2,35% beträgt und damit nicht weit von den langfristigen Inflationserwartungen entfernt ist.

Kurzfristig könnte man versucht sein, das Risiko etwas zu verringern. Dennoch bleiben wir bei unserer langfristigen Einschätzung, dass man sich mit inflationsindexierten Anleihen recht günstig gegen einen überraschenden Inflationsanstieg absichern kann. Dies gilt umso mehr, als dass die Inflationserwartungen zurzeit niedrig sind. Weitere Fortschritte am Arbeitsmarkt sowie höhere Ölpreise könnten aber die Inflationsangst fördern.

Abbildung 4

USA: Break-even-Inflation entspricht den langfristigen Inflationserwartungen



Quellen: Bloomberg, AXA IM Research

Unterdessen haben sich europäische inflationsindexierte Anleihen schwächer entwickelt als nominalverzinsliche Papiere. Entscheidend für die Gesamterträge inflationsindexierter Anleihen ist noch immer der kontinuierliche Rückgang der Realrenditen – selbst wenn die Inflationsrate in diesem Jahr (aufgrund der hohen Ölpreise und der Mehrwertsteuererhöhungen in vielen Ländern, einer Folge der Konsolidierungsbemühungen) über dem 2-Prozent-Ziel der EZB liegt. Insgesamt spricht die Wirtschaftslage aber kaum für eine merklich höhere Teuerung. Schließlich befinden sich viele Mittelmeerländer in der Rezession.

Unternehmensanleihen: Eine verlässliche Ertragsquelle

Absolut gesehen verdiente man mit Unternehmensanleihen im März ordentliche 1%. Dabei ließen europäische Titel amerikanische Papiere hinter sich – im Investmentgrade-ebenso wie im High-Yield-Bereich.

Trotz des deutlichen Spreadrückgangs seit Jahresbeginn sehen wir noch Potenzial, weil sich die Weltwirtschaft weiter erholt und die Spreads noch immer höher sind als vor der Krise. Eine Wiederholung des jüngsten beeindruckenden Spreadrückgangs im Euroraum ist allerdings höchst unwahrscheinlich, weil in den

Kursen heute kein bzw. nur noch ein deutlich geringeres systemisches Risiko berücksichtigt ist.

Gemessen am Gesamtertrag bleiben Unternehmensanleihen unsere mit Abstand bevorzugte festverzinsliche Anteilklasse. Das gilt besonders dann, wenn sich die amerikanischen Renditen aufgrund unerwartet guter Konjunkturerwartungen normalisieren. Folglich **halten wir an unserer positiven Einschätzung von Investmentgradeanleihen ebenso wie von ausgewählten High-Yield-Papieren fest**. Dabei bevorzugen wir weiter die USA.

Aktien: Übergewichtung, aber mit Absicherung

Das wachsende Risikobewusstsein der Anleger ist nicht der einzige Grund für die jüngste Konsolidierung, auch wenn die Märkte wieder volatiler werden dürften. An den Positivfaktoren für Aktien – der reichlich vorhandenen Liquidität, der Entspannung in der Staatsschuldenkrise und der unterdurchschnittlichen Volatilität – hat sich nichts geändert. **Wir raten auch weiter zu einem Beta über Eins, allerdings mit Verlustabsicherung.**

Auch an unseren Länderempfehlungen hat sich nichts geändert. **Im Euroraum bevorzugen wir weiterhin insbesondere Deutschland.** Gut für die Unternehmensgewinne sind das stabile Umsatzwachstum (aufgrund des soliden Konsums) und der höheren Gewinnmargen.

Insgesamt erwarten wir für 2012 ein Gewinnwachstum zwischen 0 und 5%. Hinzu kommt, dass deutsche Aktien weiter attraktiv bewertet sind; gemessen am Kurs-Gewinnwachstums-Verhältnis (PEG-Ratio) sind sie noch immer um 20% unterbewertet, wenn man das für die kommenden drei Jahre erwartete Gewinnwachstum zugrunde legt.

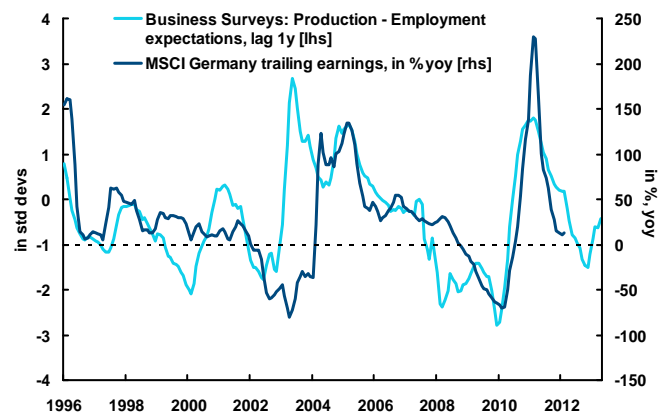
Großbritannien schätzen wir weiter negativ ein. Die jüngsten Konjunkturdaten waren enttäuschend. Das Wirtschaftswachstum war überraschend schwach, das BIP ist zuletzt sogar geschrumpft. Eine so schwache Erholung hat es seit dem 2. Weltkrieg nicht mehr gegeben. Die kontraktive Fiskalpolitik dürfte das Wachstum weiter schwächen, und das unerwartet hohe Haushaltsdefizit könnte die

Regierung veranlassen, die Unternehmenssteuern anzuheben. Insgesamt sind die Aussichten für die Unternehmensgewinne bestenfalls mäßig, so dass **britische Aktien gemessen am Kurs-Gewinn-Wachstums-Verhältnis 20% überbewertet** sind.

Abbildung 5

Deutschland: Unternehmensgewinne dürften 2012 ordentlich wachsen

Germany: Margin proxy & profits



Quellen: Datastream, AXA IM Research

Die **amerikanischen Konjunkturdaten** deuten weiter auf ein hohes Wachstum hin, auch wegen der guten Arbeitsmarktlage. Nach Auffassung von Fed-Chairman Ben Bernanke muss die Geldpolitik expansiv bleiben, damit sich die Wirtschaft weiter erholt. Positive Überraschungen sind aber unwahrscheinlicher geworden, und die Kurse liegen zurzeit dicht an ihrem fairen Wert. **Folglich raten wir zu einer neutralen Gewichtung der USA.**

Japanische Aktien haben positiv überrascht. Die jüngsten Daten (wie der Tankan), sprechen aber für schwierigere Zeiten. Mit dem Ende des Geschäftsjahres ist auch die Zeit der Bilanzkosmetik vorbei. **Insgesamt raten wir in Japan zur Zurückhaltung.**

Bis jetzt haben die reichlich vorhandene Liquidität, die anhaltend niedrigen Anleiherenditen in den Industrieländern und die besseren Fundamentaldaten Emerging-Market-Aktien gestützt. Daran dürfte sich so bald nichts ändern, zumal auch die nachlassende Inflation den Notenbanken die Möglichkeit gibt, die Geldpo-

litik bei Bedarf weiter zu lockern. Hinzu kommen die attraktiven Bewertungen von Emerging-Market-Aktien. Gemessen an den wachstumsbereinigten Kennziffern der Vergangenheit sind sie heute um 6% unterbewertet. **Deswegen schätzen wir Emerging-Market-Aktien weiter positiv ein.**

Auf **Sektorebene** ist anzumerken, dass die jüngste Minderperformance der Energiewerte vor allem den Problemen bei Total zuzuschreiben ist. **Insgesamt schätzen wir Energieaktien weiter positiv ein**, da man sich mit ihnen nahezu kostenlos gegen steigende Ölpreise absichern kann. Die Gewinnaussichten sind stabil. Nach der überdurchschnittlichen Wertentwicklung von **Telekommunikationswerten** seit Monatsbeginn **beurteilen wir diesen Sektor jetzt nicht mehr neutral, sondern negativ**; der Gewinnausblick ist alles andere als gut.

Zwar sind wir davon überzeugt, dass die systemischen Risiken deutlich zurückgegangen sind und kein „Eurogeddon“ mehr droht. Dennoch haben wachsende Zweifel an den Konsolidierungsmaßnahmen, insbesondere in Spanien, im April für die eine oder andere kalte Dusche gesorgt. Noch ist die Konjunkturerholung wenig belastbar.

Die Ölpreise bleiben daher eine unserer größten Sorgen.

Nachdem die Liquiditätsspritzen Wirkung gezeigt haben, kommt es an den Märkten wieder zu einer leichten Konsolidierung. Dazu haben auch die uneinheitlichen Konjunkturdaten beigetragen. Bis es wieder bessere Zahlen gibt, könnten die Märkte volatil bleiben.

Unter Berücksichtigung all dieser Risiken halten wir es für angeraten, den Aktienteil des Portfolios zumindest teilweise abzuschern.

Risiken für unsere Investmentstrategie

US-Staatsanleiherenditen: Der Weg zur Normalisierung

Ombretta Signori

Seit Bekanntgabe der Operation Twist im August 2011 bewegen sich die zehnjährigen US-Staatsanleiherenditen um die 2%. Auf dem Höhepunkt der Euroraumkrise waren sie auf ein Allzeittief von 1,71% gefallen, seit März 2012 sind sie wieder etwas gestiegen. Ist das der Beginn einer neuen Staatsanleihenbaisse? Um dies zu beantworten, wollen wir mit unserem Fair-Value-Modell für die amerikanischen Langfristrenditen und einer geldpolitischen Szenarioanalyse einen möglichen Weg zur Normalisierung der Renditen skizzieren.

Unser Hauptszenario ist eine allmähliche Annäherung der Zehnjahresrenditen an ihren langfristigen Gleichgewichtswert von etwa 3%, der sich aus unserem Fair-Value-Modell ergibt. Das Modell erklärt die Zehnjahresrendite mit einem zweistufigen Kointegrationsansatz (nach Engler und Granger) auf Basis der Fisher-Gleichung. Der erste Teil dieses Ansatzes kann als langfristiger Gleichgewichtswert der zehnjährigen US-Rendite interpretiert werden. Die Regressionsgleichung sieht folgendermaßen aus:

$$y_{US,t} = \alpha + \beta_1 * stv_{US,t} + \beta_2 * cpi_t^e$$

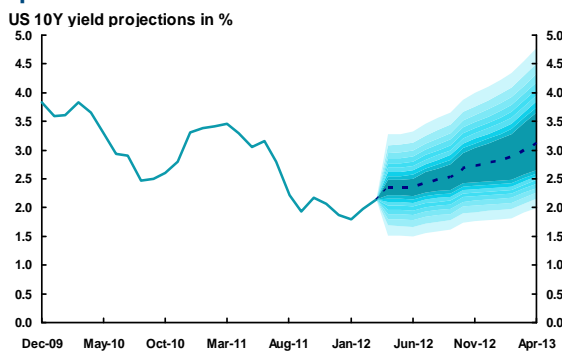
Dabei stehen $y_{US,t}$ für die US-Zehnjahresrendite, $stv_{US,t}$ für den kurzfristigen Realzins (definiert als die Differenz zwischen der Federal Funds Rate und den einjährigen Inflationserwartungen im Survey of Professional Forecasters, SPF) und cpi_t^e für die zehnjährigen Inflationserwartungen im SPF.

Dieser empirische Zusammenhang wurde durch wiederholtes Quantitative Easing massiv verzerrt. QE erreichte seinen Höhepunkt mit der Verlängerung der durchschnittlichen Laufzeit der Wertpapierbestände der Fed, dem „Maturity Extension Program“. Wir haben in unsere Gleichung daher einen QE-Proxy für den Anteil der von der Fed gehaltenen Staatsanleihen mit Laufzeiten über fünf Jahren am Gesamtvolumen umlaufender Schatzwechsel und Staatsanleihen aufgenommen (im März 13%). In unserem Hauptszenario wäre ein erneutes Quantitative Easing vorstellbar, allerdings keine neue Operation Twist. Der Druck auf die Langfristrenditen könnte im Juni also nachlassen.

Um geringe Interventionen der Fed und eine allmähliche Rückkehr zur Normalität abzubilden, gehen wir davon aus, dass unsere Variablen wieder die Niveaus von Mitte 2011 erreichen. Wir haben daher einen Anstieg der zehnjährigen Inflationserwartungen im SPF auf 2,4% angenommen und zusätzlich unterstellt, dass der Anteil der Fed am Gesamtvolumen umlaufender langfristiger Staatsanleihen ab Juni schrittweise zurückgeht. Unter diesen Annahmen würden die Zehnjahresrenditen im 1. Quartal 2013 ihren „normalen“ fairen Wert von etwa 3% erreichen.

Die erwartete Zehnjahresrendite ist unsere zentrale Projektion in Abbildung 6. Sie wird durch die gestrichelte Linie angezeigt. Um die hohe Unsicherheit abzubilden, haben wir die früheren Prognosefehler unseres Modells berücksichtigt. Wir gehen davon aus, dass die Risiken asymmetrisch sind und im Zeitablauf zunehmen.

Abbildung 6
Erwartete Normalisierung der Renditen,
April 2012



Quellen: Bloomberg, AXA IM Research

Insgesamt spiegelt die Renditeverteilung unsere (negative) Einschätzung wider, dass die US-Staatsanleihen auf Sicht von einem Jahr voraussichtlich auf ein „normales“ Niveau steigen – auch wenn sie im historischen Vergleich niedrig bleiben.

Offensichtlich unterstellt unser Modell, dass die Auswirkungen des Quantitative Easing im kommenden Jahr unverändert bleiben. Hier muss man aber beachten, dass die Unsicherheit hoch ist. Die Fed könnte nicht nur durch den Kauf von Wertpapieren Einfluss auf die Märkte nehmen, sondern auch durch ihre Kommunikationsstrategie. Wenn sie hier Fehler macht oder die Konjunktur unerwartet schwankt, in welche Richtung auch immer, könnte die Normalisierung der Renditen weniger glatt verlaufen als angenommen.

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.