

Morgen ist ein neuer Tag

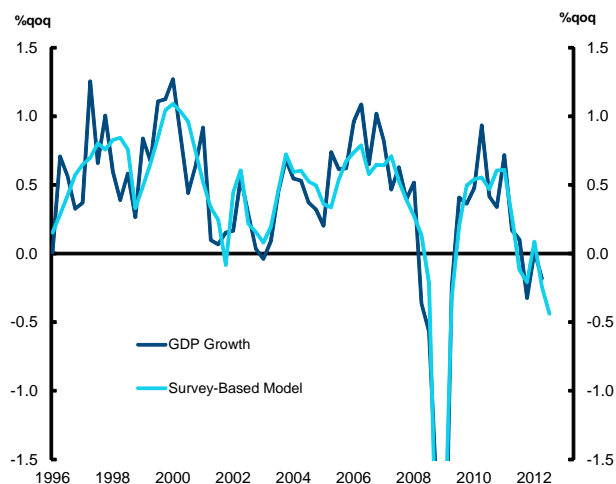
von

**Maxime ALIMI, Mark ALLAN,
Matt CAIRNS, Manolis DAVRADAKIS
und Mathieu L'HOIR**

Abbildung 1

Euroraum: Konjunktur schwächt sich weiter ab

Survey-Based Eurozone GDP Growth Model



Quellen: Datastream, AXA IM Research

Im Überblick

- Der September dürfte nicht wenige Ereignisrisiken bereithalten. Unter anderem werden wir Klarheit über neue EZB-Interventionen bekommen und die Bundesverfassungsgerichtsentscheidung zum ESM erfahren.
- In seiner Rede in Jackson Hole hat Fed-Präsident Bernanke bestätigt, dass die Fed Gewehr bei Fuß steht.
- Ein schwächeres Wachstum in den USA und die anhaltende Rezession in Europa sind schlecht für den Welt-handel. Darunter leiden die Emerging Markets.
- Nach unserem Indikator für die Wahrscheinlichkeit eines Austritts aus dem Euroraum könnten die Interventionen der EZB zu einem weiteren Zinsrückgang in den Peripherieländern führen. Die Kurzfristrenditen könnten um weitere 80 bis 100 Basispunkte fallen, weil die Prämie für das Währungsrisiko abnimmt.
- Trotz der jüngsten Kursgewinne bleiben wir deshalb bei unserer positiven Einschätzung von kurzfristigen Peripherieländeranleihen und Unternehmensanleihen – aber auch bei einer defensiven Positionierung am Aktienmarkt.

Eine Woche, die es in sich hat

Dem Euroraum steht ein entscheidender Monat bevor. Zunächst trifft sich am 6. September der EZB-Rat. Richtig spannend wird es aber in der Woche danach, wenn die Europäische Kommission ihren Vorschlag zur Bankenunion vorlegt und das Bundesverfassungsgericht seine ESM-Entscheidung verkündet. In den Niederlanden wird gewählt, und die G20 treffen sich ebenso wie die Eurogruppe.

Alles blickt auf die EZB

Die EZB-Ratssitzung am 6. September dürfte mehr Klarheit über die von Notenbankchef Draghi im letzten Monat in Aussicht gestellten Anleihekäufe bringen. In unserem letzten Monatsbericht schrieben wir bereits, welche Fragen die EZB beantworten muss.

Erst kürzlich hielt EZB-Direktoriumsmitglied Asmussen eine Rede, aus der sich Hinweise auf Einzelheiten des neuen Programms herauslesen lassen.¹ Wir vermuten, dass die EZB nur wenig Konkretes zur Implementierung sagen wird, zumal bislang weder Spanien noch Italien offiziell um Unterstützung gebeten haben und jegliche Hilfen an Bedingungen geknüpft sein werden. Wir werden insbesondere auf Folgendes achten:

1. **Auflagen:** Sehr umstritten ist, wie mit einem Land umgegangen werden soll, das die Auflagen der EZB missachtet, nachdem die Notenbank begonnen hat, seinen Anleihemarkt zu stützen – zumal auch dann ein völliger Marktzusammenbruch vermieden werden muss. Dies spricht dafür, dass die EZB ihre Hilfen bereits *im Vorfeld* an strenge Auflagen knüpft und ihre Einhaltung genau überwacht.
2. **Zusagen:** Wir glauben, dass die EZB nur sehr diskret intervenieren wird, damit der Druck auf die Regierungen bestehen bleibt. Die Notenbank wird sich kaum zu Interventionen in unbegrenzter Höhe und ohne zeitliche Beschränkung bereiterklären.
3. **Renditeziele:** Wir rechnen damit, dass die EZB die Märkte mit weichen Renditezielen

¹ Jörg Asmussen, Zwischenbericht auf dem Weg in eine stabilere Wirtschafts- und Währungsunion, 27. August 2012

steuert, diese aber nicht veröffentlicht – und keine harten Spreadobergrenzen vorgibt. Diese Zielkorridore können sich im Zeitablauf und in Abhängigkeit von den länderspezifischen Fundamentaldaten ändern (siehe unten).

4. **Meinungsverschiedenheiten in der EZB:** Bundesbankpräsident Weidmann äußerte im letzten Monat „Vorbehalte“; das Statement deutete auf schwierige Verhandlungen hin. Das deutsche Direktoriumsmitglied Asmussen, ein enger Vertrauter und früherer Berater von Bundeskanzlerin Merkel, scheint das Programm hingegen zu akzeptieren. Besonders interessant werden daher Hinweise auf neue Diskussionen in der EZB sein.
5. **Portugal:** Die EZB könnte ihr neues Programm mit einer Intervention am portugiesischen Staatsanleihemarkt beginnen, weil dem Land bereits Auflagen verordnet wurden und die zweijährigen Staatsanleiherenditen noch immer über 5% liegen.
6. **Käufe von Nichtstaatsanleihen:** Im letzten Monat ließ Draghi die Möglichkeit offen, Wertpapiere privater Emittenten zu kaufen. Solche Käufe könnten Teil des neuen Programms sein.
7. **Vorrang:** Dieses Problem könnte dadurch gelöst werden, dass sich die EZB auf Käufe kurzlaufender Schatzwechsel beschränkt, die von Umschuldungen in der Regel nicht betroffen sind, oder mögliche Verluste an den EFSF/ESM weitergibt. Sie könnten etwa mit dem Kapitalanteil des jeweiligen Landes an den Hilfsfonds gedeckt werden.

Niedrigere Wachstumserwartungen

Die EZB wird auch ihr Konjunkturszenario aktualisieren. Zurzeit geht sie offiziell noch davon aus, dass das BIP 2012 um 0,1% schrumpft und 2013 um 0,4% wächst. Wir vermuten, dass diese Zahlen aufgrund der unerwartet schwachen Daten seit Juni leicht nach unten korrigiert werden. Unser eigenes umfragebasiertes Modell deutet (unter Berücksichtigung der Augustzahlen) auf eine weitere Abschwächung der Euroraumkonjunktur hin (Abbildung 1).

Wir revidieren deshalb unseren Konjunktur-

ausblick. Neben einer straffen Fiskalpolitik in Frankreich und Deutschland, (und einer sehr straffen in Spanien und Italien) dürften in den kommenden Monaten auch große und vielleicht weiter zunehmende politische Unsicherheiten eine Rolle spielen. All dies wird am privaten Verbrauch und an den Unternehmensinvestitionen nicht spurlos vorübergehen und das Wachstum dämpfen. Wir rechnen deshalb mit einer Verschärfung der Rezession in der zweiten Jahreshälfte 2012 und glauben, dass die Wirtschaft auch Anfang 2013 noch schrumpft. Für die Kernländer (einschließlich Deutschland) rechnen wir mit einer leichten Rezession, doch dürfte das Euroraum-BIP 2013 insgesamt um 0,2% schrumpfen. Die Konsenserwartungen liegen noch bei +0,3%.

Die Fed steht Gewehr bei Fuß

Die US-Wirtschaft dürfte in diesem Jahr um gut 2% wachsen. Damit wird das amerikanische BIP, wie seit dem Ende der Rezession Mitte 2009, weiter nur moderat steigen, und für das kommende Jahr sind die Wachstumserwartungen nicht besser. Im Januar drohen automatische Haushaltskürzungen. Selbst wenn man (so wie wir) annimmt, dass dem Kongress schließlich ein Kompromiss gelingt, der automatische Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen vermeidet, wird die Fiskalpolitik das Wachstum im kommenden Jahr merklich dämpfen – und auch das Risiko weiterer Markturbulenzen aufgrund der Probleme im Euroraum ist keineswegs vom Tisch.

Vor diesem Hintergrund gab die Fed in ihrem letzten Protokoll deutliche Hinweise auf eine unmittelbar bevorstehende weitere Lockerung der Geldpolitik, zumal die Inflationserwartungen recht stabil sind. Nur bei einem deutlichen und anhaltenden Wirtschaftsaufschwung würde sie davon Abstand nehmen. Wenn man aus Bernakes Rede in Jackson Hole etwas heraushören konnte, dann die Bestätigung, dass die Fed bei Bedarf handeln wird. Er machte klar, dass die „Vorteile der unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen“ (also das Quantitative Easing) seiner Ansicht nach die möglichen Nachteile bei weitem überwiegen. Erhellend war auch seine Beschreibung der Arbeitslosigkeit als „etwas sehr Besorgniserregendes, nicht nur aufgrund der enormen Belastung für die Menschen und der Verschwen-

nung von Talenten, sondern auch wegen der noch viele Jahre andauernden strukturellen Schäden für unsere Volkswirtschaft“. Dies war ein klarer Hinweis darauf, dass in diesem Jahr mit weiterem Quantitative Easing zu rechnen ist.

Das Dilemma der Emerging Markets

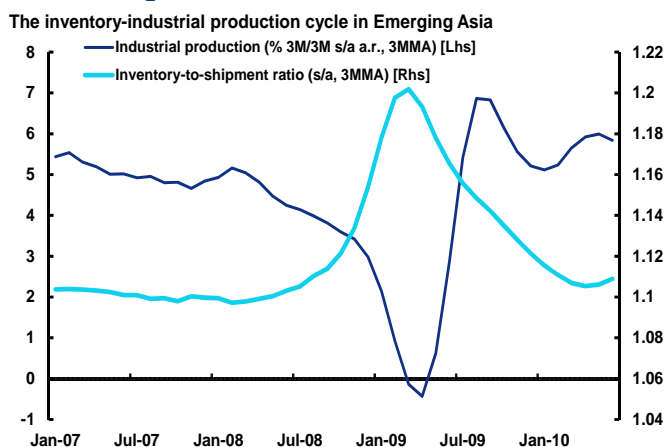
Die anhaltende Haushaltskonsolidierung, die Unsicherheit über die Entwicklungen im Euroraum und die drohenden automatischen Haushaltskürzungen in den USA gehen am Weltmarkt nicht spurlos vorüber. Die Emerging Markets bekommen den Rückgang der Exportnachfrage zu spüren (Abbildung 2). In allen BRICs-Ländern nimmt das Exportwachstum ab, wenn auch in China weniger stark. Selbst die massive Abwertung der indischen Rupie gegenüber dem US-Dollar reichte nicht, um den indischen Export wieder stärker steigen zu lassen.

Bis jetzt ist es der Geldpolitik nicht gelungen, die Konjunktur anzukurbeln – aber die Inflation nimmt trotzdem zu. In China stehen die Behörden vor einem Dilemma: Wenn sie die Mindestreservesätze weiter senken, riskieren sie eine neue Immobilienblase. Tun sie es nicht, könnte das Wachstum nachlassen.

Da aber auch die hohen Weltmarktpreise für Rohstoffe (aufgrund weltpolitischer Risiken, der schweren Dürren in den USA und der enttäuschenden Monsun-Saison) die Inflation steigen lassen kann, dürften viele Emerging-Market-Länder auf eine weitere Lockerung der Geldpolitik verzichten. Nach ihrer letzten Zinssenkung deutete die brasilianische Notenbank an, dass es keine weiteren Zinsschritte gibt. Die russische Zentralbank hat sehr eindringlich vor Inflationsrisiken gewarnt, und anders als früher zögert die Bank of China jetzt, die Mindestreservesätze zu senken.

Dennoch glauben wir, dass die Binnen-nachfrage in den Emerging Markets stabil bleiben wird. Ihr kommen die Zinssenkungen der Vergangenheit ebenso zugute wie das recht stetige Kreditwachstum und die expansive Fiskalpolitik. Die Industrieproduktion dürfte nicht im gleichen Ausmaß einbrechen wie 2009, denn der Quotient aus Lagerbeständen und Absatz ist weit von seinem Höchststand Ende 2008 entfernt.

Abbildung 2
Der Quotient aus Lagerbeständen und Absatz bleibt niedrig



Quellen: Datastream, AXA IM Research

Was bedeutet das für Anleger?

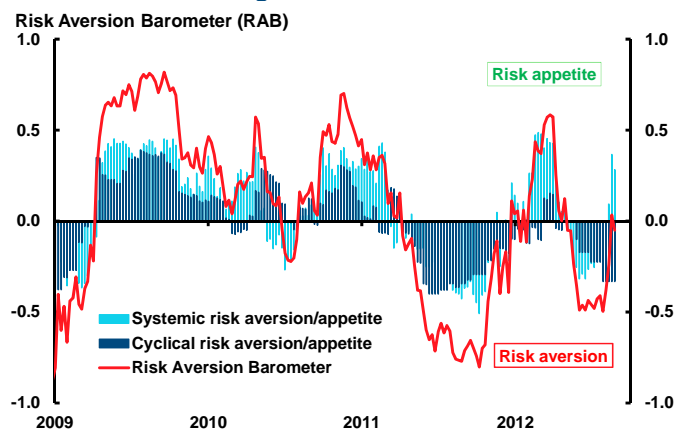
Seit Draghis berühmter Londoner Rede am 26. Juli, als er gelobte, „alles“ zur Rettung des Euro zu tun, **haben sich risikobehaftete Wertpapiere massiv erholt**. Auf den ersten Blick scheint es, als haben die Marktteilnehmer Draghi beim Wort genommen, so dass sie für Peripherieländeranleihen keine so hohen Währungsrisikoprämien mehr verlangen. Zuerst schien es, als seine sie auch davon ausgegangen, dass die Fed die Geldpolitik schon bald weiter lockert.

Bei genauerem Hinsehen ergibt sich aber ein anderes Bild: **Investmentfonds und Privatanleger haben von der Rallye nicht profitiert**, da sie ihre defensiven Positionierungen beibehalten haben. Die früheren Abflüsse aus Aktienfonds noch nicht wieder ausgeglichen, und es gibt keine Hinweise darauf, dass sich das bald ändert. Folglich sind die Umsätze der europäischen Aktienmärkte heute wieder so niedrig wie 2002. So lange keine größere Klarheit über die weitere Entwicklung herrscht, werden die Investoren ihre Portfolios wohl kaum umschichten. Bedenken sollte man aber auch, dass ein Anstieg des Handelsvolumens nicht immer eine gute Nachricht ist: Seit 2008 gingen höhere Börsenumsätze fast immer mit einem Anstieg der Volatilität einher – und mit fallenden Kursen.

Vor den spannenden nächsten Wochen warten

die Marktteilnehmer weiter ab. Die implizite Prämie für das **systemische Risiko** ist seit Ende Juli drastisch zurückgegangen. Dies zeigt sich etwa an den (unabhängig vom Rating) niedrigeren Unternehmensanleiherenditen und den Kursgewinnen am Aktienmarkt. Die Prämie für das Konjunkturrisiko bleibt untermessen sehr hoch.

Abbildung 3
Der Risikoaversionsindex befindet sich in einem labilen Gleichgewicht



Quellen: Datastream, AXA IM Research

Das Gleichgewicht ist aber labil, was sich am auffälligen Gegensatz der beiden Einzelindikatoren unseres Risikoaversionsindex (RAB) zeigt (Abbildung 3). Angesichts der aktuellen weltwirtschaftlichen Lage dürften die Konjunkturrisiken in nächster Zeit kaum abnehmen. Die systemischen Risiken könnten aber rasch wieder steigen, falls die EZB die kollektiven Erwartungen der Märkte nicht erfüllt und seit langem geplante Neuemissionen aufgrund der Risiken abgesagt werden.

Am Unternehmensanleihemarkt haben der Mangel an höherrentierlichen Alternativen und das geringe Emissionsvolumen in sämtlichen Ratingkategorien für rückläufige Renditen gesorgt. Wenn in den kommenden Wochen und Monaten eine Lösung gefunden wird, werden sicherlich einige Anleger aus Unternehmensanleihen umschichten, ohne dass es zu einem großen Ausverkauf käme.

Einige Investoren werden sich statt für Unternehmensanleihen dann für Aktien entscheiden, doch dürften die Spreads insbesondere von Investmentgrade-Papieren so lange eng blei-

ben, bis sich die Umschichtungen von Staats- in Unternehmensanleihen allmählich umkehren. In nächster Zeit ist dies allerdings kaum zu erwarten, selbst wenn die EZB den Staatsanleihemarkt stärker stützt. Auch bei Finanzanleihen spricht weiter viel für enge Spreads, insbesondere bei Qualitätsemitenten mit einem geringen Engagement in den Peripherieländern – zumal die Maßnahmen der EZB zu einer Neubewertung ihrer Staatsanleiheportfolios führen werden.

Im Aktienbereich lieferte die Berichtssaison verzerrte Ergebnisse. Bei 70% der S&P 500-Unternehmen haben die Gewinne zwar die Analystenerwartungen übertroffen, doch waren die Erwartungen zuvor stark nach unten revidiert worden. Sorgen machen vor allem die enttäuschenden Umsätze; bei 60% der Unternehmen lagen sie unter den Erwartungen. Die Gewinnmargen sind demnach zwar stabil, aber der Absatz leidet allmählich unter der schwächeren Konjunktur. Hinzu kommt, dass die Gewinnmargen zyklisch sind. Selbst im besten Fall geht der scheinbar unendliche Anstieg der amerikanischen Margen zu Ende, und in Europa gehen die Margen weiter zurück. Dies begrenzt das Aufwärtspotenzial von Aktien selbst bei einer positiven Überraschung der EZB.

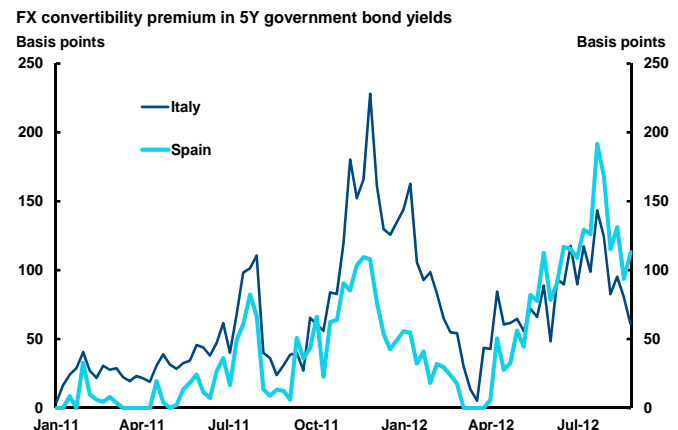
Wohin entwickeln sich die Renditen?

Unserer Ansicht nach wird die EZB vor allem die Kurzfristrenditen im Blick haben, also die Renditen von Papieren mit Laufzeiten bis zu zwei oder drei Jahren. Präsident Draghi rechtfertigte das neue Programm mit zwei Argumenten: (1) Der Unumkehrbarkeit der Währungsunion und damit der Notwendigkeit, Währungsrisikoprämien zu beseitigen und (2) den Störungen des geldpolitischen Transmissionsmechanismus.

Um die Zielspannen der EZB abschätzen zu können, sollte man die in den Staatsanleiherenditen enthaltenen Prämien für das Risiko einer Rückkehr zu nationalen Währungen kennen. Mit unserem „Euro-Austritts-Indikator“² tun wir genau das.³ Zurzeit schätzen wir die

Währungsrisikoprämie für Spanien auf 115 und für Italien auf 60 Basispunkte (Abbildung 4). **Damit wären für die spanischen Dreijahresrenditen 2,5 bis 3,5% und für die italienischen 2,0 bis 3,0% realistisch.** Darin sind aber nur die Auswirkungen der EZB-Maßnahmen auf das Währungsrisiko und nicht die Auswirkungen auf den geldpolitischen Transmissionsmechanismus berücksichtigt. Gehen wir davon aus, dass er aufgrund der EZB-Maßnahmen wieder in Gang kommt, könnten die Renditen sogar noch weiter fallen.

Abbildung 4
Beachtliche Risikoprämien wegen eines möglichen Austritts aus dem Euroraum



Quellen: Bloomberg, AXA IM Research

Eine Reihe von Analysen, insbesondere des IWF und der Banca d'Italia,⁴ aber auch von privaten Banken, schätzen die fairen Spreads langfristiger spanischer und italienischer Staatsanleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen auf etwa 200 bis 300 Basispunkte. Unter der Annahme, dass die fairen Spreads für kürzere Laufzeiten nur wenig darunter liegen, **könnte die EZB für zwei- bis dreijährige Anleihen Spreads von etwa 200 bis 250 Basispunkten anstreben.**

Für weniger klar halten wir hingegen die Renditeentwicklung längerlaufender Peripherieländieranleihen. Bis jetzt sind die Renditen von Langläufern weniger stark zurückgegangen als

² Vgl. Spotlight: Euro exit: what are the odds?, 18. Juli 2012. Wir nutzen die gleiche Methodik und berechnen die Prämie ausgehend von den erwarteten Verlusten durch eine Währungsabwertung.

³ Unser Indikator beruht auf fünfjährigen Papieren, doch

spricht wenig für wesentlich andere Währungsrisikoprämien bei kürzeren Laufzeiten.

⁴ IWF, Fiscal Monitor Update, 16. Juli 2012; Bank of Italy, Managing Sovereign Debt: a Seismic Shift in Demand and Supply Dynamics, 28. Juni 2012

die von Kurzläufnern. In Zukunft dürften folgende Faktoren eine Rolle spielen:

1. **Niedrigere Währungsrisikoprämien:** Die Maßnahmen der EZB gegen Währungsrisikoprämien dürften letztlich auch längerlaufenden Papieren zugutekommen und zu niedrigeren Spreads führen.
2. **Umschichtungen aus langen Laufzeiten:** Die EZB-Stützungsmaßnahmen für Kurzläufer würden diese Papiere für Investoren interessanter machen, so dass sie aus längeren Laufzeiten umschichten.
3. **Zinsarbitrage:** Extrem steile Zinsstrukturkurven könnten Investoren zu Umschichtungen veranlassen, um von den höheren Renditen zu profitieren – insbesondere bei hohen Spreads gegenüber den Kernländern.
4. **Verändertes Emissionsverhalten:** Halbstaatliche Emittenten dürften tendenziell mehr Kurzläufer emittieren, um von den

Stützungsmaßnahmen zu profitieren.

5. **Interventionen am Primärmarkt:** Im Rahmen einer Doppelstrategie könnte der EFSF/ESM bei länger laufenden Papieren intervenieren, so dass auch hier die Renditen zurückgehen.

Insgesamt rechnen wir zumindest mit einem Teilerfolg des EZB-Programms; es dürfte gelingen, die Renditen der Peripherieländer zu senken. Zurückhaltender sind wir mit Prognosen zur Steigung der Zinsstrukturkurve, weil sich die einzelnen Faktoren gegenseitig neutralisieren könnten.

Insgesamt raten wir weiter zur Vorsicht und warten ab, bis sich die Nebel lichten. Trotz ihrer jüngsten Rallye bleiben wir bei unserer positiven Einschätzung von kurzlaufenden Peripherieländeranleihen und Unternehmensanleihen und üben bei Aktien weiter Zurückhaltung.

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.