

Investment Strategy

9. Februar 2012

AXA Investment Managers - Research & Investment Strategy

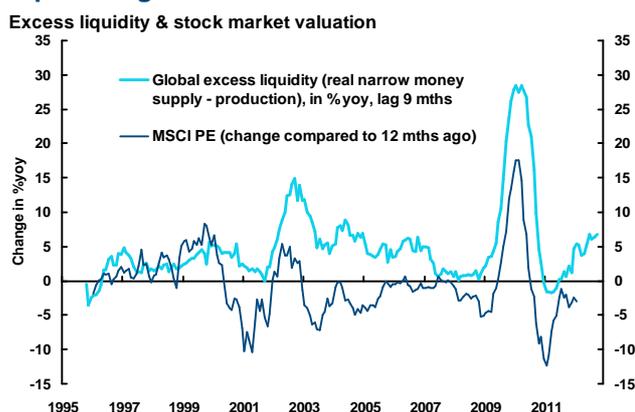
MONATSBERICHT

Der Triumph der Zentralbanken

von

**Raphaël Gallardo
& Franz Wenzel**

Liquiditätsgetriebener Aktienmarkt



Quellen: Datastream, AXA IM Research

Im Überblick

- Die 3-Jahres-Tender der EZB verringern die systemischen Risiken im Bankensektor; die Investoren fassen wieder Mut. Aus unserer Sicht ist die Wahrscheinlichkeit eines Auseinanderbrechens des Euroraums von 25 auf 15% zurückgegangen.
- Der Konjunkturausblick für Europa bleibt aber uneinheitlich. Im Norden beginnt der Aufschwung, die Peripherieländer leiden unter Sparmaßnahmen und wachsender Kreditknappheit.
- In den USA steigt das Wachstum leicht auf über 2%. Weil sich die Lage am Arbeitsmarkt bessert, halten wir das Land jetzt für weniger krisenanfällig.
- Wegen der besseren Konjunktur und der reichlich vorhandenen Liquidität sind wir in Aktien jetzt neutral positioniert (bislang untergewichtet). Aufgrund einzelwertspezifischer Risiken empfehlen wir aber, das zusätzliche Engagement abzusichern.
- Im Rentenbereich schätzen wir kerneuropäische Staatsanleihen weiter neutral und Peripherieländerpapiere (vor allem spanische) sowie Investmentgrade-Unternehmensanleihen weiter positiv ein.
- Der bessere Konjunkturausblick und die Maßnahmen der Notenbanken sprechen dafür, inflationsindexierte Anleihen neutral zu gewichten (bislang untergewichtet). Dabei bevorzugen wir die USA.

Die internationalen Finanzmärkte hatten einen guten Start ins neue Jahr. Schon Ende 2011 gab es einen ersten Hoffnungsschimmer – die europäische Fiskalunion machte Fortschritte, und die amerikanischen Arbeitsmarktdaten waren unerwartet gut. Die Wende zum Besseren bestätigte sich dann zu Jahresbeginn. Auch die Notenbanken haben maßgeblich dazu beigetragen, dass Investoren wieder optimistischer sind.

Amerika arbeitet wieder

Nach der enttäuschenden Konjunktur im letzten Jahr (mit einem realen Wachstum von 1,7%) scheint in den USA jetzt ein selbsttragender Aufschwung einzusetzen – dank der Belebung am Arbeitsmarkt.

Der Wachstumsanstieg in der zweiten Jahreshälfte 2011 dürfte hingegen Sondereffekten zu verdanken gewesen sein: Die Erholung der Automobilindustrie (durch den Wiederaufbau der Lagerbestände und einen höheren Absatz aufgrund geringerer Importe aus Asien), steuerliche Anreize für Investitionen und eine geringere Sparquote der privaten Haushalte ließen das Wachstum auf (annualisierte) 1,9% steigen.

Der eher mäßige private Verbrauch und die recht niedrigen Exporte dämpften im Dezember zwar die Konjunktur. Die weitere Erholung des ISM-Einkaufsmanagerindex (Auftragseingänge: 57,6 in der Industrie, 59,4 im Dienstleistungssektor) und ein rekordverdächtiger Beschäftigungsanstieg im Januar (243.000 neue Stellen, saisonbereinigt) geben aber Anlass zur Hoffnung, dass das Wachstum in der ersten Jahreshälfte 2012 deutlich über 2% liegen wird.

Anders als 2010 und 2011, als sich die Hoffnungen auf eine Arbeitsmarktbelebung als verfrüht erwiesen, hat der derzeitige Rückgang der Arbeitslosenquote von 9,1% im September 2011 auf zurzeit 8,3% nicht nur statistische Gründe (wie weniger Erwerbspersonen). Zurzeit werden jeden Monat deutlich über 170.000 neue Stellen geschaffen, was dem Trendwachstum der Erwerbspersonenzahl entspricht.

Durch die höhere Beschäftigung steigen auch die verfügbaren Haushaltseinkommen, obwohl

die Löhne nur wenig zulegen; die Stundenlöhne im Privatsektor steigen nur um 1,4% p.a. Außerdem gehen die staatlichen Transferleistungen zurück: Die höheren Arbeitslosenbeiträge und die Kürzungen der Lohnsummensteuer laufen Ende Februar aus.

Für enttäuschende Investitionszahlen zu Jahresbeginn spricht der Rückgang der entsprechenden Auftragseingänge. Nach den Januar-Umfragen der regionalen Federal-Reserve-Banken sind aber wieder mehr Investitionen geplant, denn die Fundamentaldaten bleiben gut. Dies gilt für das Verhältnis aus Investitionen zu Cashflows ebenso wie für Tobin's q und die Kreditbedingungen der Banken. Wir glauben, dass die Unternehmensinvestitionen im 1. Quartal 2012 um etwa 5% (annualisiert) steigen werden. Auch die Bauinvestitionen, die üblicherweise erst später als die Ausrüstungs- und Softwareinvestitionen anziehen, dürften stabil bleiben. Dies bestätigt der Architectural Billing Index.

Im 4. Quartal 2011 haben die Wohnungsbauinvestitionen um 11% (annualisiert) zugenommen, vermutlich auch wegen des milden Winters. Auftrieb erhielt der Sektor auch dadurch, dass wieder mehr Mehrfamilienhäuser gebaut werden. Dem NAHB Multifamily Index zufolge werden schon bald wieder 300.000 neue Mehrfamilienhäuser jährlich gebaut, so viel wie vor der Krise. Zwar ist der Anteil dieses Sektors am BIP äußerst klein, doch besteht Anlass zur Hoffnung, dass der Wohnungsbau einen positiven Wachstumsbeitrag leisten wird.

Der Einfamilienhausmarkt leidet allerdings noch immer unter einem Antragsüberhang; die Zahl der Baubeginne ist niedrig. Ein Grund dafür ist, dass die Banken sehr günstig Häuser anbieten, deren frühere Eigentümer ihre Kredite nicht mehr bedienen konnten. Insgesamt beträgt das derzeitige Angebot an Einfamilienhäusern das Siebzehnfache des monatlichen Absatzes.

Unter Berücksichtigung einer Straffung der Fiskalpolitik in Höhe von 1,3% des BIP heben wir unsere Wachstumsprognose für die USA für 2012 dennoch von 1,9% auf 2,3% an.

Dies dürfte aber nichts daran ändern, dass die Fed weiter extrem vorsichtig bleibt. Im Januar wies sie erneut darauf hin, dass sie die Leit-

Die Gefahr eines Auseinanderbrechens des Euro ist deutlich kleiner geworden

von Eric Chaney

Nach wie vor gibt es zwei Szenarien für 2012. „Business as usual“, zumindest fast, ist das Positivszenario: Hier gehen wir von besseren Konjunkturdaten und geringeren systemischen Risiken aus. Im Worst-Case-Szenario gibt ein wichtiges Euromitgliedsland (wie Italien) die Gemeinschaftswährung auf. Mittlerweile ist das Positivszenario wahrscheinlicher geworden. In unserem Ausblick 2012 (Redaktionsschluss 16. Dezember 2011) bezifferten wir die Wahrscheinlichkeit für unser Hauptszenario mit 75% und die Gefahr eines Auseinanderbrechens des Euroraums mit 25%. Jetzt gehen wir nur noch von einer 15-prozentigen Wahrscheinlichkeit aus. Dabei handelt es sich in erster Linie um eine qualitative Einschätzung, aber unsere quantitativen Analysen der Kurse fünfjähriger Staatsanleihen und CDS sprechen dafür, dass die Marktteilnehmer dies ähnlich sehen. Den Kursen zufolge beträgt die Wahrscheinlichkeit, dass Italien den Euro verlässt, jetzt nur noch 5 bis 25%. Anfang Dezember 2011 lag die implizite Austrittswahrscheinlichkeit noch bei 15 bis 50%.

Für diese Stimmungsverbesserung und unsere positivere Einschätzung gibt es drei Gründe.

Der erste Grund ist die Strategie der EZB (vgl. Haupttext). Sie hat sich als deutlich erfolgreicher erwiesen als erwartet.

Der zweite Grund ist die neue Vereinbarung über mehr Haushaltsdisziplin in der EU, der Fiskalpakt. Er ist für die Euro-Länder und acht andere EU-Staaten bindend. Man einigte sich überraschend schnell; erstmals waren die europäischen Staats- und Regierungschefs ihren eigenen Zeitvorgaben voraus.

Drittens hat der italienische Premierminister Mario Monti noch immer großen Rückhalt in der Bevölkerung – trotz staatlicher Sparmaßnahmen und Plänen für umfassende Strukturreformen.

Wir waren stets der Meinung (und sind es noch immer), dass das Worst-Case-Szenario durch einen raschen Popularitätsverlust Mario Montis ausgelöst wird und die Finanzmärkte seine Reformanstrengungen nicht honorieren, die italienischen Zinsen also hoch bleiben. Doch jetzt geschieht genau das Gegenteil: Die Beliebtheitswerte Mario Montis sind seit Anfang des Jahres leicht gestiegen. Das könnte daran liegen, dass er seinen europäischen Verhandlungspartnern (insbesondere Angela Merkel) klar gemacht hat, dass Italien seine Hausaufgaben erledigt hat und zu weiteren Sparanstrengungen nicht bereit ist. Unterdessen ist die Rendite fünfjähriger italienischer Staatsanleihen um 350 Basispunkte zurückgegangen, von 7,8% Mitte November auf 4,5% bei Redaktionsschluss.

Dies bedeutet nicht, dass die Eurokrise keine systemischen Risiken für die Weltwirtschaft mehr birgt. Ein ungeordneter Zahlungsausfall Griechenlands und der damit einhergehende frühzeitige Austritt aus dem Euro dürften heute aber weniger gravierende Folgen haben als noch vor sechs Monaten. Dies gilt aber noch nicht als ausgemacht, wie der massive Ausverkauf italienischer Staatsanleihen im letzten August gezeigt hat. Noch sind die Strukturreformen in Italien nicht unter Dach und Fach – und umgesetzt sind sie erst recht noch nicht. Der Widerstand in Gesellschaft und Politik könnte noch groß werden.

Schließlich sorgen auch die bevorstehenden Wahlen in Frankreich für Unsicherheit. Erst in einigen Monaten wird man wissen, was sie für den von 25 EU-Ländern unterzeichneten Fiskalpakt bedeuten. Mit anderen Worten: Das Negativszenario ist zwar deutlich unwahrscheinlicher geworden; die Gefahr eines Auseinanderbrechens des Euros ist aber nach wie vor so groß, dass bei der Asset-Allokation eine gewisse Vorsicht angeraten ist.

zinsen bis Ende 2014 nahe 0% halten will. Die Wahrscheinlichkeit, dass sich die Notenbank in der zweiten Jahreshälfte 2012 zu einem erneuten Quantitative Easing (QE3) entschließt, diesmal durch den Kauf von Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS), liegt über 50%.

Europa: Die EZB durchbricht den Teufelskreis

In Europa reichte der neue 3-Jahres-Tender der EZB im Dezember aus, um die Anleger wieder für Peripherieländerpapiere zu erwärmen. Die zusätzliche Zentralbankliquidität (489 Mrd. Euro brutto, 210 Mrd. Euro netto) und die

Tatsache, dass die Notenbank jetzt weitere Wertpapierarten als Sicherheiten akzeptiert, verringerten auf mittlere Sicht die Liquiditätsrisiken für Banken. Für Ende dieses Monats ist ein weiteres dreijähriges Refinanzierungsgeschäft geplant. Die Banken dürften die Notenbankkredite stark nachfragen, damit sie ihre bis zum Jahresende fälligen Anleihen in Höhe von etwa 700 Mrd. Euro nicht durch Neuemissionen ersetzen müssen.

Der Rückgang der systemischen Bankenrisiken führte zu einem Anstieg der Risikobereitschaft. Hiervon profitierten vor allem Anleihen der Peripherieländer, insbesondere kurzlaufende.

Weil sich die EZB weigerte, durch noch mehr Staatsanleihekäufe weitere Länderrisiken zu übernehmen, sorgte sie geschickt für eine Entkopplung der mittelfristigen Liquiditätsrisiken von Banken von der Staatsschuldenkrise. Damit durchbrach sie zumindest ansatzweise den Teufelskreis zwischen Liquiditätsproblemen der Banken, staatlichen Sparmaßnahmen, Rezession und Kreditkrise.

Zugegeben: Mit dreijährigen Krediten können die Banken keine langfristigen Investitionsprojekte finanzieren, doch dürften die Kreditbedingungen für den privaten Sektor nicht noch strenger werden. Die EZB akzeptiert deutlich höhere Kreditrisiken in ihren Büchern, um den Regierungen mehr Zeit zur Eindämmung der Staatsschuldenkrise zu geben.

... Zeit für Staatsanleihenkäufe

Die Regierungen dürften die gewonnene Zeit nutzen, um (1) einen ungeordneten Zahlungsausfall Griechenlands zu vermeiden, (2) die Rettungspakete für Irland und Portugal zu überarbeiten, (3) die von der EBA geforderten Rekapitalisierungen der Banken erfolgreich abzuschließen (4) dafür zu sorgen, dass die Reformprogramme in Italien und Spanien glaubwürdiger werden und (5) das Volumen des europäischen Rettungsschirms (EFSM, EFSF und ESM) zu verdoppeln. Außer in Griechenland, wo wir ein tragisches Ende für unausweichlich halten, gibt es Anlass zur Hoffnung. Dafür sprechen die Entschlossenheit der Regierungen und die neue Kooperationsbereitschaft auf den europäischen Gipfeltreffen.

Griechenland könnte den Euro aufgeben – später

Die Verhandlungen über das zweite Rettungspaket für Griechenland haben sich festgefahren. Es scheint, als haben die Europäer angesichts der griechischen Unfähigkeit, die Vereinbarungen mit der Troika umzusetzen, die Geduld verloren. Außerdem sind die griechischen Parteien von der Idee neuer Sparpläne nur zwei Monate vor den Wahlen alles andere als begeistert.

Auf Sicht von einem Jahr scheint ein Abbruch der Verhandlungen mit einem ungeordneten Zahlungsausfall und einem Austritt aus dem Euro die wahrscheinlichste Entwicklung. Umso wichtiger ist es, eventuell nötige Änderungen der Rettungspakete für Irland und Portugal in trockene Tücher zu bringen. Beide Länder dürften bereits im nächsten Jahr an den Kapitalmarkt zurückkehren und dort einen Teil ihrer mittelfristigen Verbindlichkeiten refinanzieren. Bei einem Zahlungsausfall Griechenlands ist eine Panikreaktion, ein Bank Run mit einer massiven Kapitalflucht aus beiden Ländern, nicht auszuschließen.

Der Refinanzierungsbedarf der Banken dürfte die ursprünglichen Schätzungen (17,5 Mrd. Euro in Irland, 12,0 Mrd. Euro in Portugal) überschreiten. Außerdem muss die EBA die Rekapitalisierungspläne mit den nationalen Aufsichtsbehörden abstimmen. Die Hälfte der von den Banken bislang eingereichten Sanierungskonzepte gilt als unrealistisch; bisweilen wird es nötig sein, über den EFSF zusätzliche staatliche Mittel in Anspruch zu nehmen.

Fast im Gleichschritt werden in Spanien und Italien gerade die schwierigsten Teile der Reformen angegangen. Die Regierung Monti hat die schwierigen Verhandlungen mit den Sozialpartnern über die wichtige Arbeitsmarktreform in Angriff genommen. Die spanische Regierung hat gerade einen neuen Plan zur Konsolidierung des Bankensektors vorgelegt, der mindestens 50 Mrd. Euro zusätzliche Rückstellungen erfordert. Dank der hohen Zustimmung der Bevölkerung zu den neuen Regierungen darf man aber durchaus auf schnelle Fortschritte hoffen.

Die Euro-Reform kommt voran

Die Euro-Reform macht Fortschritte. Die Regierungsverhandlungen über eine Reform der Institutionen und neue Maßnahmen gegen das Übergreifen von Krisen kommen voran.

Der Fiskalpakt, die Voraussetzung für eine weitere finanzielle Unterstützung durch Deutschland, steht kurz vor dem Abschluss und dürfte auf dem europäischen Gipfeltreffen am 1. März verabschiedet werden. Bereits unterzeichnet wurde der Vertrag über die Einführung des ESM, so dass jetzt 500 Mrd. Euro (EFSM, EFSF, ESM) zur Verfügung stehen, um das Übergreifen von Krisen zu verhindern. Die Hälfte dieser Mittel ist allerdings schon durch Programme für Griechenland, Irland und Portugal (bzw. deren Verlängerung) gebunden.

All dies reicht aber noch nicht, um das Ende der Krise auszurufen. Die „Feuerkraft“ der Fonds ist nach wie vor bei weitem zu klein, um jegliche systemischen Risiken zu beseitigen. Der Finanzierungsbedarf der Peripherieländer (Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Italien) in den Jahren 2012 bis 2014 beträgt insgesamt etwa eine Billion Euro.

Es scheint legitim, wenn sich der IWF an der Lösung der europäischen Krise beteiligt. Wenn er aber wirklich halb so viel Geld beisteuert wie Europa (also 250 Mrd. Euro) und damit wie bisher ein Drittel übernimmt, wäre fast seine gesamte Kreditvergabekapazität von 300 Mrd. Euro ausgeschöpft.

Bis jetzt gab es außerhalb Europas nicht viele Anhänger einer Ausweitung der IWF-Kapazität. Europa hat hingegen 200 Mrd. Euro zusätzliche Mittel zugesagt, von denen 150 Mrd. Euro aus dem Euroraum und 50 Mrd. Euro aus anderen europäischen Ländern stammen sollen. Der britische Anteil von 30 Mrd. Euro ist allerdings daran gebunden, dass sich die G20 über eine Aufstockung des IWF verständigt – was der amerikanische Kongress ablehnt und die anderen G20-Länder nur akzeptieren, wenn zunächst der ESM auf 750 Mrd. Euro aufgestockt wird. Dazu dürfte sein größter Geldgeber, Deutschland, aber kaum bereit sein, wenn nicht zunächst alle 25 Länder den Fiskalpakt unterzeichnen.

Alles in allem glauben wir aber, dass die sys-

temischen Risiken in Europa abgenommen haben, unabhängig davon, ob sie vom Bankensektor oder von den Staatshaushalten ausgehen.

Der Grund sind die Fortschritte der EZB und der Politik seit Dezember. Über Griechenland schwebt noch immer das Damoklesschwert, aber die übrigen Länder sind krisenfester geworden. Die besseren Finanzierungsbedingungen für Banken dürften eine mögliche Kreditklemme und die Rezession abmildern. Hinzu kommt, dass die Euroraum-Konjunkturdaten durchaus für eine gewisse Stabilisierung im 1. Quartal sprechen, insbesondere wegen der stabilen Binnennachfrage in Deutschland. Wenn die deutschen Verbraucher endlich wieder beginnen Geld auszugeben und die Tarifrunde im Frühjahr mit Lohnerhöhungen abgeschlossen wird, wären dies hervorragende Nachrichten für alle europäischen Peripherieländer.

Emerging Markets: Expansivere Geldpolitik in Sicht

Die Frühindikatoren der meisten Emerging-Market-Länder spiegeln die Erholung im verarbeitenden Gewerbe der etablierten Industrieländer wider. Dennoch dürfte sich der Aufschwung in Grenzen halten, weil aufgrund der strafferen Geldpolitik im Jahr 2011 die Kreditvergabe stockt und sich die europäischen Banken in Deleveraging üben. Sie aber haben die Emerging Markets in der Vergangenheit in großem Umfang mit Krediten versorgt.

Ohnehin dürfte die Geldpolitik nur schrittweise gelockert werden. Dies gilt auch für China, wo die Behörden noch immer Angst vor einer Überhitzung des Immobilienmarkts haben. Die Erholung der chinesischen Einzelhandelsumsätze lässt vermuten, dass eine lockerere Fiskalpolitik (durch höhere Sozialtransfers) ausreicht, damit die Wirtschaft wieder wie gewohnt wächst, nämlich um 8% jährlich. Die Zahlen sprechen auch dafür, dass das Wachstum endlich stärker vom Konsum getragen wird, wie man es schon seit langem hofft.

Die strengeren Kreditbedingungen in den meisten Emerging-Market-Ländern (eine Folge der Schwierigkeiten europäischer Banken) dürften dafür sorgen, dass sich der private

Sektor nicht noch höher verschuldet. In manchen Ländern hat die zu hohe Kreditvergabe bereits zu gefährlichen Leistungsbilanzdefiziten geführt – etwa in der Türkei – und in Brasilien und Indien sorgt sie für Inflationsdruck. Nicht übersehen sollte man auch die Risiken der Banken, die das Risikomanagement in den Boomjahren nicht besonders ernst genommen haben.

Asset-Allokation: Aktien jetzt neutral gewichtet, aber mit Absicherung

Insgesamt empfehlen wir, den Anteil risikobehafteter Wertpapiere auf neutral anzuheben, diese Position aber aufgrund der noch immer hohen Risiken durch die Staatsschuldenkrise **abzusichern**. Für ein höheres Portfoliorisiko sprechen drei Gründe:

Der erste sind die **überraschend guten Konjunkturdaten weltweit**. Die Risiken einer weltweiten Rezession sind zurückgegangen, und die ersten Indikatoren deuten sogar auf einen Wachstumsanstieg hin. In den USA dürfte bald wieder das Potenzialwachstum erreicht werden, weil sich die Industrie erholt und dies auch dem Arbeitsmarkt zugutekommt. Die jüngsten chinesischen Konjunkturdaten bestätigen unsere Erwartung einer weichen Landung, auch wenn uns der chinesische Immobilienmarkt noch immer große Sorgen macht. Der Schwachpunkt bleibt weiter der Euroraum. Auch wenn einige der jüngsten monatlich veröffentlichten Daten ermutigend sind, dürfte die Rezession im Euroraum noch anhalten, allerdings mit wichtigen Unterschieden zwischen den Ländern. Der Norden bleibt vergleichsweise stabil, während der Süden noch immer in der Rezession steckt.

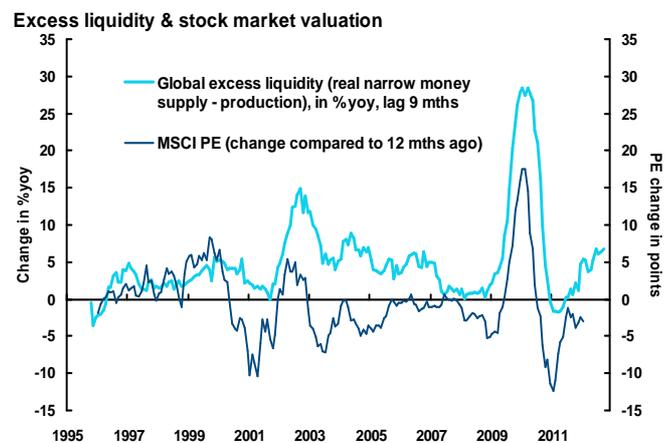
Zweitens ist die **Liquidität zu einem wichtigen Faktor** für den Aktienmarkt geworden und dürfte dies auch bleiben. Nahezu alle großen Zentralbanken werden sich wohl zu zusätzlichen Maßnahmen entschließen. In ihren offiziellen Verlautbarungen mag die EZB Quantitative Easing nur als eine unter mehreren Möglichkeiten beschreiben; wir halten es aber für ausgemacht, dass sie auch weiterhin reichlich Liquidität zur Verfügung stellen wird.

In der Vergangenheit waren die Aktienkurse immer eng mit der Überschussliquidität korre-

liert (Abbildung 1). Außerdem haben viele Emerging-Market-Zentralbanken ihre Geldpolitik gelockert und schließen aufgrund der noch immer schwachen Konjunktur und der Aussichten auf einen Inflationsrückgang weitere Zinssenkungen nicht aus. Denn noch sind die Leitzinsen eher hoch.

Abbildung 1

Liquiditätsgetriebener Aktienmarkt



Quellen: Datastream, AXA IM Research

Der dritte Punkt ist die **Aktienmarktbeurteilung**. Eine günstige Bewertung ist eine notwendige, aber keine hinreichende Bedingung für steigende Kurse. Insgesamt sind die Bewertungen noch immer eher niedrig, wenn auch nicht mehr ganz so attraktiv wie zuletzt. Durch die jüngsten Kursgewinne sind die Kennziffern gestiegen: Das amerikanische KGV beträgt jetzt 14 (gemessen an den Vergangenheitsgewinnen), und das KGV des Euroraums liegt nur knapp unter 11. Solche Werte sind alles andere als eine Aufforderung zum Kauf. Weil aber die Gewinnerwartungen in den nächsten Monaten ihren Tiefpunkt überschreiten dürften, erscheinen etwas höhere Bewertungskennziffern gerechtfertigt. **Insgesamt meinen wir, dass die Aktienbewertung zurzeit zwischen „neutral“ und „günstig“ liegt.**

Die steigenden Kurse könnten die **Euroraum-Staatsschuldenkrise fast vergessen machen**. Auch wenn wir ein Auseinanderbrechen des Euro jetzt für unwahrscheinlicher halten, ist das Restrisiko noch immer hoch genug, um auf den Fall der Fälle vorbereitet zu sein. **Wir**

empfehlen daher, den Aktienteil des Portfolios zumindest teilweise abzusichern. Die Kosten dafür erscheinen angesichts des deutlichen Volatilitätsrückgangs tragbar.

Renten: Viva España!

In Europa löste der erste 3-Jahres-Tender der EZB die Spannungen am Geldmarkt. Dies verschaffte den Peripherieländern enorme Erleichterung – mit einer Ausnahme: Portugal. Zusätzliche Faktoren wie die Einigung auf den Fiskalpakt und der Beginn von Strukturreformen in Italien trugen ebenfalls dazu bei, dass die Investoren die Kreditrisiken niedriger einschätzen.

Die Entwicklung der Peripherieländer-Rentemärkte war in der Tat erstaunlich. Die spanischen Renditen haben sich in allen Laufzeitsegmenten normalisiert und sind jetzt wieder so hoch wie im Juni 2011. Auch in Italien sind die Kurzfristzinsen auf Vorkrisenniveaus zurückgegangen. Und der Rückgang der Zehnjahresrendite auf unter 6% war ebenfalls vertrauensbildend.

Wir glauben, dass diese Liquiditätsrallye noch anhält, auch weil die Banken dank der EZB wieder Staatsanleihen kaufen, was für Liquidität an den Märkten sorgt. Die Schätzungen für den Umfang des zweiten 3-Jahres-Tenders reichen von 300 Mrd. bis zu einer Bio. Euro – oder sogar noch mehr. Auch wenn EZB-Präsident Draghi die Erwartungen dämpfte, glauben wir doch, dass die Banken dank der zusätzlichen Liquidität die Staatsanleihemärkte zumindest noch bis zum Jahresende stützen. In diesem Jahr werden für 650 Mrd. Euro Papiere fällig, die refinanziert werden müssen.

Die Stabilisierung dürfte das Vertrauen stärken und die Investoren veranlassen, höhere Risiken einzugehen und wieder mehr in die Peripherieländer zu investieren.

Wir möchten daher noch einmal unsere Vorliebe für Spanien hervorheben. Natürlich wurden in Italien wichtige Reformen auf den Weg gebracht, aber noch immer bleibt das Land eines der wichtigsten Quellen systemischer Risiken in Europa.

An den kerneuropäischen Märkten spricht insgesamt viel für eine neutrale Duration.

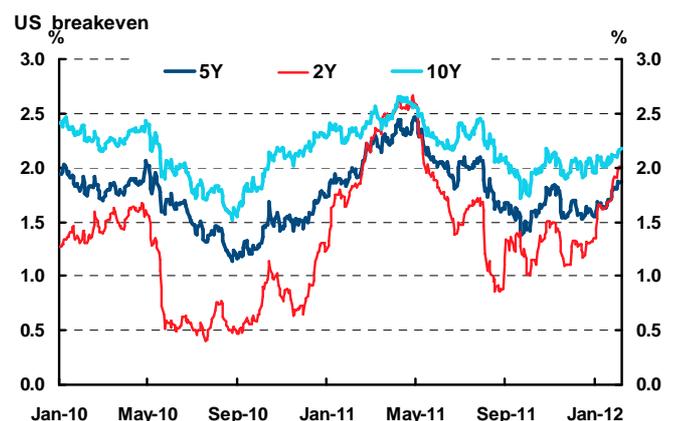
Deutsche Bundesanleihen und amerikanische Treasurys erscheinen fundamental nach wie vor hoch bewertet, aber die technischen Faktoren (wie Carry und Momentum) sind günstig. Auch ist die Operation Twist noch immer nicht abgeschlossen, und die Fed hat erreicht, dass jetzt nicht mehr für Mitte 2013 sondern erst für Ende 2014 die ersten Zinserhöhungen erwartet werden. Die Wahrscheinlichkeit eines drastischen Renditeanstiegs halten wir daher einstweilen für gering.

Inflationsindexierte Anleihen: Vorteil USA

Nach der Offenmarktausschuss-Sitzung im Januar stieg die kurzfristige Breakeven-Inflation drastisch, weil die Inflationsängste zunahmen. Die zweijährige Breakeven-Inflation lag bei Redaktionsschluss gerade einmal 15 Basispunkte unter der zehnjährigen. Die Forward-Breakeven-Inflation, in diesem Fall die impliziten Inflationserwartungen für die Jahre 2017 bis 2022, beträgt hingegen noch immer etwa 2,5% (Abbildung 2). Wir halten längerlaufende Papiere daher jetzt für günstiger bewertet, weil deren implizite Inflationserwartungen außerordentlich niedrig sind.

Abbildung 2

Breakeven-Inflation in den USA: lang- und kurzfristig fast gleich



Quellen: Bloomberg, AXA IM Research

In Europa ging die italienische Breakeven-Inflation aufgrund der Herabstufung des S&P-Länderratings (von A auf BBB+) zurück. Zur Erinnerung: Etwa 30% der inflationsindexierten

Anleihen aus dem Euroraum entfallen auf Italien. Außerdem haben alle drei Ratingagenturen Italien unter Beobachtung gestellt, erwägen also eine weitere Herabstufung, durch die Italien aus dem Index fallen würde. Die Wahrscheinlichkeit einer neuerlichen Herabstufung ist keineswegs zu vernachlässigen. Möglicherweise warten die Ratingagenturen aber, wie sich die Strukturreformen entwickeln, bevor sie das Rating erneut senken. Da die Inflation durchaus noch weiter zurückgehen könnte, empfehlen wir, europäische Linker anders als amerikanische unterzugewichten.

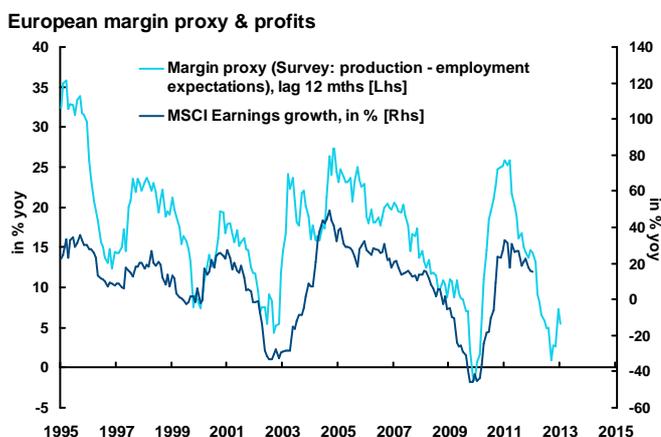
Unternehmensanleihen: Weiter attraktiv bewertet

Unternehmensanleihen entwickelten sich weiter gut, in den USA wie in Europa. Es überrascht nicht, dass aufgrund der sich verbessernden Fundamentaldaten und der reichlich vorhandenen Liquidität ein Großteil der Performance auf High-Yield-Anleihen entfiel.

Trotz der außergewöhnlichen Performance seit Jahresbeginn bleiben wir in Unternehmensanleihen Übergewichtet, denn sowohl die Kreditqualität als auch die Bewertungen bleiben gut. Wir bevorzugen auch weiter die USA, deren Fundamentaldaten den europäischen überlegen sind.

Abbildung 3

Niedrigere Unternehmensgewinne durch geringere Margen



Quellen: Datastream, AXA IM Research

Die High-Yield-Spreads sind zwar deutlich zurückgegangen, aber auch die Risiken haben abgenommen. Weltweit und insbesondere in den USA ist eine Rezession unwahrscheinlicher geworden. Daher empfehlen wir, in ausgewählte Hochzinsanleihen zu investieren, insbesondere in Papiere mit kurzer Duration.

Aktien: Höheres Beta

Angesichts der durchaus unerwartet guten Konjunkturdaten weltweit und einer Lockerung der Geldpolitik **raten wir, die Risiken im Aktienbereich zu erhöhen**. Wir haben daher das Beta unseres Aktienportfolios auf gut 1 angehoben.

Noch immer rechnen die Analysten für 2012 mit einem weltweiten Anstieg der Unternehmensgewinne um etwa 10%. Wir halten dies zwar für sehr hoch gegriffen, glauben aber dennoch, dass die Gewinnrevisionen bald ihren Tiefpunkt erreicht haben, weil es immer mehr Anzeichen für eine Konjunktur Stabilisierung gibt. Aber noch immer gibt es große regionale Unterschiede: Unsere derzeitige Prognose für die Gewinnentwicklung in den USA ist mit +5% möglicherweise zu zurückhaltend. Aber vieles spricht dafür, dass unsere negative Einschätzung des Euroraums (-10%) Bestand hat.

Die Analystenerwartungen eines Gewinnanstiegs von knapp 10% im Euroraum scheinen uns aber selbst bei einer nur leichten Rezession viel zu hoch. Die Kombination aus einem geringeren Absatzwachstum und der Möglichkeit niedrigerer Margen spricht dafür, dass die Erwartungen weiter gesenkt werden können (Abbildung 3).

Dennoch glauben wir, dass der neue 3-Jahres-Tender der EZB die Lage maßgeblich geändert hat. Für wahrscheinlich halten wir auch eine weitere Lockerung der Geldpolitik, sei es durch Liquiditätsspritzen oder niedrigere Kurzfristzinsen. In dieser neuen Welt mit einem optimistischeren Konjunkturausblick schätzen wir auch europäische Aktien positiver ein.

Alles in allem spricht also viel für eine positivere Aktienmarkteinschätzung und ein Portfoliobeta von gut 1.

Folglich empfehlen wir zwei Änderungen der

Länderallokation: Zum einen raten wir, Euroraum-Aktien jetzt neutral zu gewichten. Innerhalb des Euroraums empfehlen wir einen Pair Trade – long Italien, short Frankreich – denn in Frankreich wird sich die Politik jetzt auf die bevorstehenden Wahlen konzentrieren und damit die zur Haushaltskonsolidierung dringend erforderlichen Reformen vernachlässigen.

Außerdem raten wir, **britische Aktien** wieder unterzugewichten. Die britische Konjunktur ist trotz eines erneuten Quantitative Easing (mit einem Volumen von 50 bzw. 75 Mrd. Pfund) nach wie vor schwach.

Auf **Sektorebene** raten wir in **Europa** zu **Gewinnmitnahmen im Grundstoffsektor und zu neuen Engagements im IT-Bereich**, der beim jüngsten Konjunkturaufschwung zurückgeblieben ist.

Risiken für unsere Investmentstrategie

Am wichtigsten sind zweifellos die einzelwert-spezifischen Risiken aufgrund der anhaltenden Euroraum-Staatsanleihenkrise. Ernste Zweifel am politischen Willen, den Euro zu retten, würden alle Märkte in Turbulenzen versetzen, insbesondere aber die Märkte im Euroraum.

Ungünstig können auch ein zu hohes Wachstum und die damit verbundenen Inflationssorgen sein. Wenn es dazu käme wäre die Stimmung zumindest so lange belastet, bis Zweifel an der Nachhaltigkeit der Erholung zerstreut sind. Dann wiederum würden die Anleger aber bezweifeln, dass die Notenbanken weiter reichlich Liquidität zur Verfügung stellen. Dabei hat gerade die Notenbankliquidität die derzeitige Aktienmarktrallye erst möglich gemacht.

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.