



8. Juni 2011

#### Im Überblick

- Schwächere Konjunktur in den USA, Europa und China im 1. Halbjahr, leichter Aufschwung im 2. Halbjahr 2011
- QE II im Juni wie geplant beendet, erste Zinserhöhung der Fed aber erst im 2. Quartal 2012
- Voraussichtliche Einigung auf ein neues Rettungspaket für Griechenland Ende Juni
- Unsere Empfehlung: Aktien weiter neutral gewichten
- Unternehmensanleihen weiter die Assetklasse der Wahl; Staatsanleiherenditen zum Jahresende wohl etwas höher

#### Déjà-vu

Wieder einmal enttäuschen die USA. Nach einem schwachen Dienstleistungs-PMI im letzten Monat bricht jetzt auch das Geschäftsklima in der Industrie ein. Nach „Foreclosure-Gate“ boten die Banken wieder mehr Häuser an, deren bisherige Eigentümer ihre Hypotheken nicht mehr bedienen konnten. Und zu allem Überfluss wurden im Mai nur wenige neue Stellen geschaffen.

Und das ist nicht alles. Erstmals gab es klare Anzeichen für eine schwächere Konjunktur in den Emerging Markets (China, Brasilien und Russland). Das Paradoxe ist, dass wir genau darauf seit mehreren Monaten gehofft hatten – weil wir eine höhere Inflation befürchteten. Selbst der bislang starke europäische Export zeigt Ermüdungserscheinungen. Angesichts dieser vielen schlechten Nachrichten sind die Marktteilnehmer skeptisch. Viele halten eine neue Rezession für möglich, den berüchtigten Double Dip.

Die Lage ähnelt dem Sommer 2010, als nach dem Wiederaufbau der Lagerbestände nach Lehman die Frühindikatoren einbrachen. Auch für die derzeitige Konjunkturwende ist der Lagerzyklus zumindest mitverantwortlich, insbesondere in China. Aber diesmal kam es noch schlimmer: Das Erdbeben in Japan störte die Lieferketten, so dass globale Sektoren wie Automobilbau und Elektronik ihre

Produktion unterbrechen mussten. Auch andere exogene Schocks, etwa Störungen der Elektrizitätsversorgung in China und Unwetter im Mittleren Westen der USA, dürften die Konjunkturprognosen in den kommenden Monaten erschweren.

Wir halten eine vorübergehende Konjunkturdelle für wahrscheinlicher als einen Double Dip. In den USA dürfte sich die Verbraucherstimmung im 3. Quartal wieder bessern, weil die Ölpreise nachgeben. Die Arbeitsmarktentwicklung hatte hingegen noch keine Auswirkungen auf das Verbrauchervertrauen; Umfragen zufolge halten die Verbraucher die Arbeitslosenquote für stabil. Zugegeben: Die Sparquote (-1 Prozentpunkt seit dem letzten Sommer) lässt sich nicht extrapolieren, und Anfang 2012 werden sämtliche staatliche Hilfsmaßnahmen (wie Steuererleichterungen und die Aussetzung der Lohnsummensteuer) auslaufen, so dass die verfügbaren Einkommen nur noch aufgrund allmählicher Fortschritte am Arbeitsmarkt steigen können. Daher müssen wir uns beim privaten Verbrauch wohl mit einem Trendwachstum von etwa 2,5% begnügen, was in etwa dem amerikanischen Potenzialwachstum entspricht. Das Potenzialwachstum ist also bescheidener, aber auch stabiler, da die Schuldenquote der Haushalte jetzt wieder so hoch ist wie im Durchschnitt der Jahre 1980 bis 2003, also vor der Hypothekenmarktblase.

Auch die Unternehmensinvestitionen haben sich im 1. Halbjahr 2011 verlangsamt (gemessen an den Aufträgen für Investitionsgüter). Umfragen zufolge haben die Unternehmen aber noch immer ehrgeizige Investitionspläne für die kommenden sechs Monate. Die Wirtschaft hat wieder Zugang zu Kapital – die Nachfrage nach Unternehmensanleihen ist hoch und die Kreditbedingungen für die Haushalte haben sich verbessert. Wie es scheint, befindet sich die US-Wirtschaft jetzt in einer Phase mäßigen, aber stabilen Wachstums (etwa 2,6% p.a.).

Leichter zu prognostizieren ist die chinesische Konjunktur, so dass hier auch die Einigkeit unter den Analysten größer ist. Doch die Prognosen könnten sich bald als überholt erweisen. Die Frühindikatoren (OECD, NBS) haben bereits ihren Tiefpunkt überschritten, und die Investitionen

bleiben ein Wachstumsmotor, für die Industrie ebenso wie für den Bausektor – inzwischen werden verstärkt Sozialwohnungen gebaut. Ein Jahr lang wurde die Geldpolitik nun gestrafft, so dass die Geldmenge langsamer wächst (seit Anfang 2011 ist der Quotient aus M1 und dem BIP sogar gefallen). Offensichtlich ist es gelungen, eine Inflationsspirale abzuwenden. Die Produzentenpreise befinden sich auf dem richtigen Weg, was auch die Einkaufsmanagerindizes bestätigen dürften. Dank günstiger Basiseffekte am Rohstoffmarkt wird die chinesische Zentralbank irgendwann im Sommer den Sieg über die Inflation ausrufen können.

Alles scheint bereit für einen Aufschwung Anfang 2012, wenn der Nachfolger von Staatschef Hu Jintao sein Amt antritt. Aber auch beim chinesischen Wunder gibt es versteckte Schwächen. Auf dem Tiefpunkt des Konjunkturzyklus ist die Inflation ebenfalls kaum zurückgegangen (5,3% im Vorjahresvergleich im April), und sowohl ein Schock im Land selbst (eine Dürre in der Yangzi-Ebene) als auch im Ausland (steigende Weltmarktpreise für Getreide oder Energie) könnten zu einem erneuten Anstieg der Rohstoffpreise führen.

Ein ganz anderes Risiko ist, dass der Finanzsektor zunehmend undurchsichtiger wird (durch Verbriefungen und Trusts) und die Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung (wegen kommunaler und staatlicher Unternehmen) immer mehr an Aussagekraft verliert. Auch werden wegen des volatilen Immobilienmarkts große Probleme für den Bankensektor befürchtet, wenn die Zinsen wieder steigen. In einer Volkswirtschaft ohne freien Kapitalverkehr halten sich die finanziellen Risiken aber in Grenzen – die Behörden haben die Möglichkeit, einen Bank Run zu ersticken. Es ist eher ein konjunkturelles Problem: Fest steht, dass China der „Importer of the last resort“ ist, der mit seiner hohen Importnachfrage die Weltwirtschaft stabilisiert.

Dennoch macht uns die schwächere chinesische Konjunktur nicht nervös, und wir revidieren unsere Wachstumsprognose für 2011 nur leicht nach unten. Weil die Dynamik sowohl in den Industrieländern als auch in den Emerging Markets nachlässt, bleibt die Wachstumsdifferenz gleich – ebenso wie die Zinsdifferenz, die

wir im letzten Monat als Ursache für den schwachen Dollar genannt hatten, der wiederum den Ölpreis steigen ließ. Wenn die Wachstumserwartungen nach dem Sommer wieder steigen, könnte dieser Teufelskreis von vorne beginnen.

## Renten: Vorsichtig bleiben

Die Wochen- und Monatsdaten waren sowohl in den USA als auch in Europa zuletzt negativ. Die Inflation bleibt hoch, und die Realzinsen scheinen extrem niedrig (0,7% in den USA), was für einen zu pessimistischen Konjunkturausblick spricht. Wir glauben, dass die Fed ihren Leitzins jetzt länger als erwartet unverändert lässt (bis zum 2. Quartal 2012) und ihre Bilanz bis Anfang 2012 nicht verkürzt. Ein QE III wird es aber wohl nicht geben. Die ersten Daten für das 3. Quartal und die Äußerungen der Fed dürften Ängste vor einem Double Dip zerstreuen, aber auch die Hoffnungen auf weitere Sondermaßnahmen. Am wahrscheinlichsten ist es, dass die **Renditen noch etwas steigen**, wenn auch weniger stark als bislang erwartet (voraussichtlich **auf etwa 3,75% bis 4%**).

In Europa litten die Bundesanleiherenditen unter einer nicht enden wollenden Diskussion einer Restrukturierung der griechischen Staatsschulden. Sie dürfte die Märkte bis zum europäischen Gipfel Ende Juni nicht loslassen und vielleicht auch danach ein Thema bleiben. Die Märkte müssen sowohl politische Rhetorik als auch die immer neuen enttäuschenden Haushaltszahlen verarbeiten. Für sich genommen spricht dies für kurzfristig niedrigere Renditen, da Anleihen als sicherer Hafen gelten. Dennoch bleiben wir davon überzeugt, dass die EZB die Zinsen anhebt und es in diesem Jahr zwei weitere Zinsschritte geben wird. Wir glauben deshalb, dass die **Bundesanleiherenditen zum Jahresende eher 3,5% als 3% betragen werden**.

Nach der beeindruckend hohen Nachfrage nach Langläufern könnte die Zinsstrukturkurve kurzfristig wieder etwas steiler werden. Die Fed dürfte wohl erst Mitte 2012 für eine flachere Zinsstrukturkurve sorgen. Die Euro-Zinsstrukturkurve wird sich vermutlich früher abflachen, weil die EZB bereits mit Zinserhöhungen begonnen hat.

## Inflationsindexierte Anleihen

Trotz der hohen Teuerung sind die Inflationserwartungen aufgrund unerwartet schwacher Konjunkturdaten etwas zurückgegangen. Weltweit bleibt die Geldpolitik aber extrem expansiv; die Realzinsen betragen faktisch Null oder sind sogar negativ. Da es Liquidität im Überfluss gibt, scheint eine höhere Teuerung das größere Risiko zu sein. Folglich **raten wir weiter zu inflationsindexierten Anleihen** und bevorzugen sie insbesondere gegenüber klassischen Staatstiteln. Daran ändern auch die keineswegs besonders günstigen Bewertungen etwas.

## Unternehmensanleihen: Die Assetklasse der Wahl

Zuletzt entwickelten sich Unternehmensanleihen uneinheitlich. Hochzinsanleihen litten unter enttäuschenden Konjunkturdaten; und für europäische Papiere, insbesondere Finanztitel, waren die jüngsten Gerüchte über einen Staatsbankrott Griechenlands keineswegs hilfreich. Beide Assetklassen entwickelten sich aber deutlich besser als andere risikoreiche Titel; die Fundamentaldaten sind noch immer gut und sie dürften auch nicht zu sehr unter dem nur mäßigen Wachstum leiden. Hinzu kommen die niedrige Spreadvolatilität und die hohe Nachfrage von Investoren auf der Suche nach höher rentierlichen Titeln. Griechenland könnte zwar weiter für Volatilität sorgen, aber wenn sich die Lage stabilisiert, könnten Finanztitel kurzfristig sogar zu einer Erholungsrallye ansetzen. Wir bleiben deshalb bei unserer positiven Einschätzung von Unternehmensanleihen und insbesondere High Yield.

## Aktien: Vorübergehende Schwäche

Die Aktienmärkte haben mit einigem Gegenwind zu kämpfen, sei es die Konjunkturdelle in den Industrieländern, die nicht enden wollende Griechenlandkrise oder die anhaltenden Inflationssorgen in den Emerging Markets. Da überraschte es nicht, dass der Mai für die internationalen Aktienmärkte ein recht schwieriger Monat war.

Wir bleiben aber dabei, dass die schwachen Konjunkturindikatoren eher eine vorübergehende Delle anzeigen als einen

nachhaltigen Abschwung. Natürlich könnte es noch eine Zeitlang schwache Daten geben, weil Konjunkturdellen üblicherweise mehrere Monate dauern. Außerdem steht uns das Sommerloch bevor, das für risikobehaftete Wertpapiere meist nicht sehr gut ist. Aber warum verkaufen wir unsere Aktien dann nicht einfach? Die Antwort heißt Bewertung. Internationale Aktien werden zurzeit zum 12,5-fachen der für dieses Jahr erwarteten Gewinne gehandelt. Wir halten das für billig. Bestätigt wird unsere Einschätzung durch eines unserer bevorzugten Bewertungsmaße, das Kurs-Gewinnwachstums-Verhältnis (PEG-Ratio), das etwa 1,2 beträgt und damit um eine Standardabweichung niedriger ist als normal. Durch **nachlassende Inflationsängste** und eine unerwartet späte **Straffung der Geldpolitik** in den USA könnte sich die Lage an den Aktienmärkten also verbessern.

Auf **Länderebene** raten wir zu einer Reihe von Veränderungen. Die **Schweiz** sollte jetzt **übergewichtet** werden, um das Portfoliobeta zu verringern. Für den Euroraum raten wir wegen der nach wie vor ungelösten Schuldenkrise jetzt zu einer Untergewichtung. Für die Emerging Markets empfehlen wir, die bislang erfolgreiche Untergewichtung aufzuheben und zu einer neutralen Gewichtung überzugehen. **Die noch immer extrem expansive Geldpolitik in den USA halten wir weiter für günstig**.

## Rohstoffe: Neutral

Nach dem deutlichen Einbruch aufgrund der Dollaraufwertung haben die Rohstoffpreise im Mai wieder zugelegt. Weil die Zweifel an der Weltkonjunktur aber wachsen, hält sich die Erholung in Grenzen. Dies gilt insbesondere für konjunktursensitive Rohstoffe wie Öl- und Basismetalle. Weil eine Anhebung der OPEC-Förderquoten bis Ende des Sommers immer wahrscheinlicher wird, steht der Ölpreis unter Druck – sofern es nicht zu neuen Spannungen in der arabischen Welt kommt. Alles in allem erscheinen uns die Bewertungen jetzt weniger attraktiv als vor einem Monat. Gold ist offensichtlich eine Ausnahme. Es profitiert von dem schwächeren Dollar und den niedrigen Realzinsen in den USA.

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.