

Zweifel überschatten die zukünftige Entwicklung

Zusammenfassung

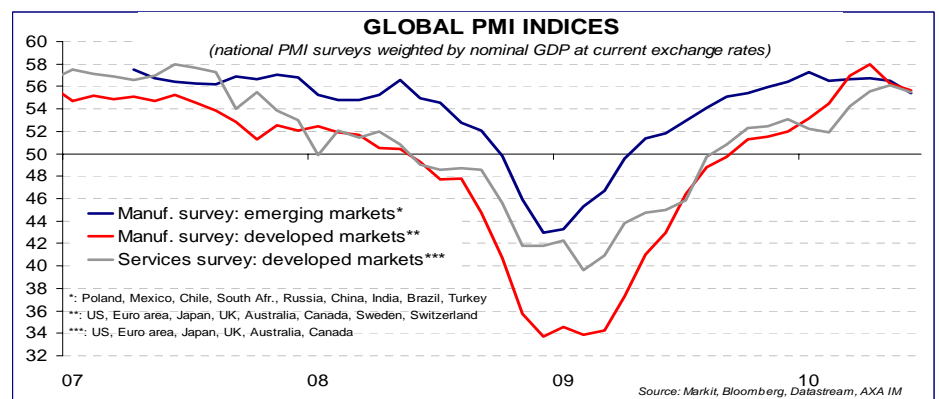
- Der Konjunkturzyklus setzt zur kontrollierten Landung an.
- Das Risiko einer erneuten Rezession im Jahr 2011 ist gering.
- Die geplanten Haushaltsanpassungen bereiten Sorgen.
- Die Geldpolitik dürfte zur Unterstützung des Konjunkturzyklus sehr expansiv bleiben.
- Vorsicht ist weiterhin angezeigt. Bei Aktien und Staatsanleihen plädieren wir für Neutralität, Anleihen im Investment-Grade-Bereich bewerten wir positiv.

Es wird oft behauptet, durch Übertreibung könne man die Meinung anderer am stärksten beeinflussen. Machen wir doch die Probe aufs Exempel: Europa geht es nicht gut. Das Herzstück Europas, die Eurozone, steckt in der schwersten Krise ihrer kurzen Geschichte und nährt Spekulationen über einen Bruch der Währungsunion. Zum jetzigen Zeitpunkt ist die Vorstellung eines derartigen Scheiterns zwar übertrieben, sie unterstreicht aber den Ernst der Lage und zeigt die durchaus reale Möglichkeit, dass das europäische Projekt in dieser neuen, von noch schwer einschätzbaren Machtverhältnissen geprägten Welt aus dem Ruder laufen könnte. China, Indien, Brasilien und andere große Schwellenländer fordern mit Nachdruck eine größere Rolle auf der Weltbühne. Unterstützt werden sie darin durch ihre Dynamik und eine Zukunftszuversicht, an der es Europa derzeit eindeutig mangelt. Bei einem Gemeinschaftsprojekt sind die einzelnen Beteiligten meist voll auf das Ziel konzentriert und können sich nur schwer den Eintritt des schlimmstmöglichen Szenarios vorstellen. Leider realisieren sie erst im Zeitpunkt des Scheiterns, dass sie es bei ihrer konsequenten Fokussierung auf den Erfolg versäumt haben, auch einen

negativen Ausgang in Betracht zu ziehen. Eine solche Sichtweise ist jedoch dringend erforderlich, um Entscheidungen und Handlungen kritisch hinterfragen zu können. In seinem Buch *Kollaps* identifiziert Jared Diamond zwei Grundeigenschaften, die für das Überleben einer Gesellschaft entscheidend sein können: ihre Fähigkeit zum langfristigen Denken sowie ihre Fähigkeit, sich selbst und notfalls auch bestimmte Werte in Frage zu stellen. Das europäische Projekt braucht frischen Wind, damit die Schaffung von Wohlstand nicht dem Verlangen nach Stabilität geopfert wird. Voraussetzung dafür ist die Änderungsbereitschaft und -fähigkeit. Die Meinung, dass eine Stärkung des Stabilitätspakts zur Neubelebung der Einheitswährung ausreicht, ist eine Illusion. Die haushaltspolitischen Fehler einzelner Länder und das tugendhaftere Verhalten anderer haben zu individuellen Anpassungsstrategien geführt, die die Stabilität des ganzen Konstrukts gefährden. Die Fähigkeit Europas, weiter an einer einheitlichen Identität – vor allem auf wirtschaftlicher Ebene – zu arbeiten, hängt offensichtlich von der gemeinschaftlichen Tatkraft ab. Die in den zwei Krisenjahren ergriffenen kollektiven Schutzmaßnahmen wie

als deutliche Signale der Solidarität zu sehen. Um eine wirklich nachhaltige Dynamik zu erzeugen, muss das europäische Projekt den Schwerpunkt allerdings auf Forschung und Innovation sowie auf Zukunftsorientierung anstelle von Rückwärtsgewandtheit legen. Insbesondere dem Kampf gegen die Jugendarbeitslosigkeit kommt eine zentrale Stellung bei.

Auf die Märkte wirkt sich das europäische Durcheinander stark negativ aus. Fragen zur Zukunft des Euro sind allgegenwärtig, zumal die Finanzschwäche einzelner Staaten und Banken die Spekulationen weiter anheizt. Die CDS-Prämien sind nach wie vor auf hohem Niveau und liegen bei Spanien, Irland und Portugal zwischen 260 und 300 Basispunkten. Bei griechischen Anleihen schwanken sie im Bereich von 1000 Basispunkten. Somit erscheint eine zukünftige Restrukturierung der Schulden Griechenlands recht glaubhaft. Zudem wirken sich die schwachen Staatsfinanzen weiterhin negativ auf die Bilanzen europäischer Banken aus, die Staatsanleihen in ihren Portfolios haben. Zur Erinnerung: Nach Schätzungen des IWF müssten die Banken immer noch zweifelhafte Forderungen in Höhe von rund 200 Mrd. EUR abschreiben. Die



z. B. der jüngst zur Eindämmung der Spekulationen eingerichtete Finanzstabilisierungsfonds der Europäischen Union sind dabei durchaus

anstehenden Stresstests werden ein wenig mehr Klarheit bringen.

Erschwert wird die Marktlage durch den Eifer, mit dem in Europa Haushaltsanpassungen geplant werden. Bedenken hinsichtlich der Nachhaltigkeit des bisherigen Wachstums werden lauter. Diese Befürchtungen haben sich inzwischen verschärft, da die jüngsten Wirtschaftsumfragen auf ein Nachlassen der Erholungsdynamik schließen lassen.

Angesichts der zahlreichen Unsicherheitsfaktoren hinsichtlich der globalen Konjunkturentwicklung halten wir Vorsicht weiterhin für angebracht. Bei den führenden Assetklassen empfehlen wir daher bei Staatsanleihen und Aktien weiterhin eine neutrale Gewichtung und präferieren Unternehmensanleihen im Investment-Grade-Bereich angesichts der attraktiven Bewertungen

Die Erholung legt eine Verschnaufpause ein

Im Juni gab es deutliche Anzeichen für ein globales Nachlassen der Konjunktur. Die meisten Unternehmensumfragen wiesen bestenfalls eine Stagnation aus. Im Fertigungssektor dürfte dies nicht sonderlich überraschen, da generell mit einer Abschwächung der bisher umfangreichen Lagerbestandsaufstockungen gerechnet wurde. In Asien, das bei der Konjunkturerholung eindeutig in Führung liegt, bestätigten sich die in den letzten Monaten beobachteten Abkühlungstendenzen. In den USA lag der Indikator des Fertigungssektors ISM im Juni bei 56,2. Auch wenn er 3,5 Punkte verloren hat, weist dieser Stand immer noch auf ein solides Wachstum hin. In der Eurozone ist ein ähnliches, wenn auch nicht ganz so stark ausgeprägtes Phänomen zu erkennen (55,6 Punkte gegenüber 55,8 im Vormonat). Die aufkeimenden Ängste, die Industrieländer könnten in eine Rezession zurückfallen, erscheinen uns zum jetzigen Zeitpunkt allerdings verfrüht. Eine zu optimistische Sicht der Dinge wäre allerdings auch verfehlt, zumal sich die Erholung noch nicht auf den

Arbeitsmarkt durchgeschlagen hat. Verschärft wird dies noch durch die anhaltende Schwäche des Immobiliensektors und die nach wie vor schwache Erholung des im Zeichen der Entschuldung stehenden Kreditmarkts. Vor diesem Hintergrund dürfte die für die zweite Jahreshälfte 2010 erwartete Abkühlung tatsächlich eintreten.

Haushaltsanpassungen

Die Märkte beschäftigt die Frage, ob uns die derzeitige Abkühlung eventuell eine Entwicklung beschert, die angesichts der angekündigten Haushaltskürzungsmaßnahmen noch deutlich schlimmer wird. Die angekündigten Kürzungsprogramme sowie das Auslaufen der bisherigen Anreizmaßnahmen könnten in der Summe eine stark negative Auswirkung haben. In Europa werden sich die Anpassungsmaßnahmen laut Konsensmeinung auf mehr als 1 % des BIP der Eurozone belaufen. Analoges gilt wohl auch für die USA. Eine wachstumshemmende Wirkung ist unumgänglich. Aber auch so bleibt das düstere Szenario, wonach eine Reihe von Ländern durch wirtschaftspolitische Fehler wieder in die Rezession gestürzt werden, wenig glaubwürdig. Dies gilt umso mehr, da man weiterhin von einer sehr entgegenkommenden Geldpolitik ausgehen darf. Angesichts der äußerst niedrigen Inflationsrate werden Leitzinserhöhungen vermutlich in Europa als auch in den USA auf Ende 2011 oder sogar 2012 verschoben.

Unser Sommertipp: Keine Experimente!

Angesichts der wachsenden Unsicherheiten waren die Märkte in der zweiten Monatshälfte wieder von einer nachdenklichen Stimmung geprägt. Dies wirkte sich negativ auf risikoreiche Assets aus, und die Aktienmärkte fielen teilweise auf den niedrigsten Stand seit Jahresbeginn. Wieder einmal stand das im Wesentlichen durch die Staatsanleihenkrise in Europa gegebene systemische Risiko im Mittelpunkt. Das Investmentumfeld, in dem wir in

den kommenden Monaten Ausschau nach attraktiven Anlagechancen halten, wird wohl auch weiterhin undurchsichtig bleiben. Es ist nämlich nur schwer vorstellbar, dass die Anleger in nächster Zeit eindeutige Antworten auf die Fragen finden, die Europa aktuell quälen.

Dennoch bevorzugen wir trotz der von uns angesichts der erwarteten hohen Volatilität angemahnten Vorsicht nach wie vor Wachstumsthemen. Ein Engagement in das Wachstum von Schwellenländern dürfte sich weiterhin auszahlen und nach wie vor in einem soliden Gewinnwachstum manifestieren. Nebenbei bemerkt könnte unsere Prognose eines 30%igen Gewinnwachstums im Jahr 2010 (in Europa und den USA), die zu Jahresbeginn im Vergleich zu Analystenprognosen ziemlich optimistisch erschien, von der Realität sogar noch übertroffen werden. Dies ist mit ein Grund, weshalb wir Aktien maximal neutral bewerten, da die Bewertungen nach wie vor recht attraktiv sind. Darüber hinaus stehen wir trotz der anfälligen Finanzdynamik weiterhin zu unserem Themenschwerpunkt Fusionen und Übernahmen, der für die Phase nach Überwindung einer Rezession typisch ist.

Bei Staatsanleihen (zumindest bei US-Staatsanleihen und deutschen Bundesanleihen) sehen wir keinen Grund für übermäßigen Pessimismus. Sie dürften auch weiterhin ihre traditionelle Rolle als „sicherer Hafen“ spielen und durch eine sehr entgegenkommende Geldpolitik unterstützt werden. Gleichzeitig halten wir an einem soliden Engagement in Unternehmensanleihen insbesondere im Investment-Grade-Bereich fest, da wir die jüngste Erhöhung der implizierten Ausfallraten auf 11 % bei einem Zeithorizont von 5 Jahren für übertrieben halten.

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 Marktstatistikunternehmen 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.