

Investmentstrategie – von Sebastian PARIS-HORVITZ

5. August 2009

... und es war Sommer

Zusammenfassung

- Ende der globalen Rezession im 3. Quartal 2009 absehbar.
- Der Aufschwung könnte recht stark ausfallen, das Wachstum wird mittelfristig jedoch eher verhalten bleiben.
- Keine Kursänderung in der expansiven Wirtschaftspolitik.
- Wir empfehlen schrittweise mehr Risikobereitschaft bei den Anlagen und plädieren speziell für erstklassige Unternehmensanleihen.

In den beiden letzten Jahren waren die Sommermonate in der Wirtschaft von heftigen Turbulenzen geprägt. Anfang August 2007 begann die weltweite Liquiditätskrise, die die Zentralbanken zu raschen Gegenmaßnahmen zur Vermeidung eines Zusammenbruchs zwang. Diese war jedoch lediglich der Vorbote weitaus schwierigerer Zeiten. Als im Juli 2008 der Erdölpreis auf 150 US-Dollar stieg und somit das in den Industrieländern bereits ins Wanken geratene Wachstum weiter untergrub, spitzte sich die Notlage der Banken weiter zu. Mitte September kam es zum Kollaps von Lehman Brothers sowie einem schweren Einbruch der Märkte und der Weltwirtschaft insgesamt. Werden wir im Jahr 2009 nun endlich einen ruhigen Sommer erleben? Themen wie Rezession und Arbeitsplatzabbau dominieren immer noch die Medien. Wir sind trotzdem der Meinung, dass sich die Lage beruhigt. Diese Krise kann mit den verheerenden Bränden verglichen werden, die im Sommer regelmäßig wüten. Beim Ausbruch herrschen zunächst Schock und Verunsicherung, doch Schritt für Schritt werden die Brände unter Kontrolle

gebracht. Übertragen auf die Weltwirtschaft haben wir es aktuell mit beispiellos vielen Bränden zu tun, die eine Intensität wie zuletzt in den 30er Jahren erreicht haben. Auch die Reaktion der politischen Entscheidungsträger setzt neue Maßstäbe. Langsam aber sicher scheint die Situation unter Kontrolle zu sein.

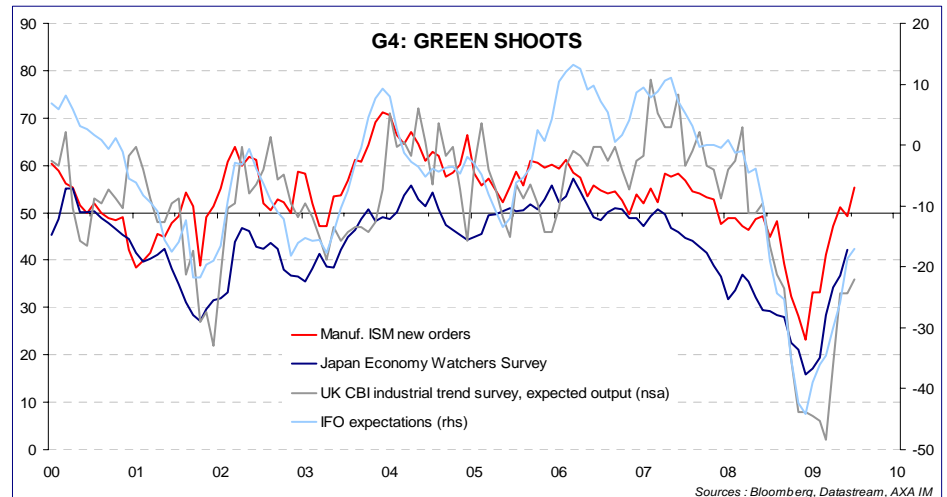
Ende der Rezession in Sicht

Die Dynamik, die sich in der Weltwirtschaft abzeichnet und in dem schrittweisen Anstieg der Indikatoren (insbesondere im verarbeitenden Gewerbe) zum Ausdruck kommt, spricht klar für eine Erholung. Die amerikanischen ISM-Indizes, die europäischen Entsprechungen, der deutsche IFO-Index sowie die Umfragewerte aus den Schwellenländern zeigen alle eine baldige Rückkehr zum Wachstum an. Diese Aussichten sind sicherlich somit der Hauptgrund dafür, dass die internationalen Börsen im Juli ein neues Jahreshoch erreicht haben. Die Rezession neigt sich also dem Ende zu und die Erholung dürfte noch in diesem, spätestens aber im nächsten Quartal eintreten. Dieser

Prozess wird jedoch nicht in allen Ländern identisch verlaufen. Europa dürfte unserer Einschätzung nach eher zu den Nachzüglern gehören.

Die Rückkehr zum Wachstum ist in jedem Fall erfreulich, doch das wirtschaftliche Gleichgewicht ist so stark geschädigt worden, dass das Wachstum labil bleiben wird. Jeder neue Schlag könnte eine Gefahr darstellen, wie z. B. ein verschärfter Ausbruch der Schweinegrippe in der nördlichen Welt im Winter oder ein erneutes Auftreten des Klimaphänomens *El Niño*.

Auch ohne neuerliche Rückschläge darf man Art und Umfang der Krise nicht aus den Augen verlieren. Trotz positiver Überraschungen hinsichtlich des Wachstums sind die Zukunftsperspektiven im Vergleich zu früheren Rezessionen noch schwerer zu deuten. Die Entschuldung des Privatsektors dürfte vor allem in den angelsächsischen Ländern andauern, ihr Tempo ist jedoch schwer vorherzusagen. In den USA ist die Sparquote der Privathaushalte in weniger als einem Jahr bereits um fast 7 Prozentpunkte gestiegen. Obwohl die Rückkehr zu einem fast völligen



Normalzustand auf den Interbankenmärkten in den Industrieländern sowie die Rekapitalisierungsmaßnahmen nur zu begrüßen sind, bereitet uns die Qualität der Aktiva der Banken (vor allem in Europa) Sorge. Mit weiteren Wertkorrekturen ist rezessionsbedingt durchaus zu rechnen. Weder in den USA noch in Europa sind Initiativen zu erkennen, mit denen die „toxischen“ Wertpapiere aus den Bilanzen entfernt und so die Banken saniert werden könnten – nach wie vor die Voraussetzung für eine nachhaltige Erholung. Einerseits ist bereits deutlich geworden, dass eine Erholung auch ohne Kredite als Hauptimpulsgeber möglich ist, andererseits sind Kredite mittelfristig zur Aufrechterhaltung der Wirtschaftsdynamik unabdingbar. Ein nicht voll funktionsfähiges Bankensystem wäre für das künftige Wachstum deshalb ein großes Hindernis.

Wirtschaftspolitik weiterhin expansiv

Die zweite unbekannt Variable ist der Zeitpunkt, an dem die unausweichliche Richtungsänderung der Wirtschaftspolitik erfolgen wird. Aktuell kann man sich nur sehr schwer eine Abkehr von der expansiven Politik vorstellen, ist die Erholung doch überwiegend das Ergebnis staatlicher Hilfen. Die Haushaltspolitik wird auch weiterhin die sich langsam erholende private Nachfrage stützen müssen, die vor allem aufgrund des Arbeitsplatzabbaus und des Entschuldungsprozesses geschwächt ist. Trotz vereinzelter Verlautbarungen zu diesem Thema gehen wir davon aus, dass selbst die ambitioniertesten Länder eine Haushaltssanierung erst gegen Ende 2010 angehen werden. Im Bereich Geldpolitik bleibt abzuwarten, ob die Deflationsgefahr abnimmt. Bei einer Rezession des aktuellen Ausmaßes sind die Produktionskapazitäten natürlich aktuell sehr schwach ausgelastet, so dass die Preise noch geraume Zeit unter Druck stehen könnten. Derzeit gehen wir aufgrund unserer Wirtschaftsprognosen davon aus, dass die jetzige Situation größtenteils auch in

2010 anhält. Sicherlich ist ein stärkerer Rebound der Wirtschaftstätigkeit möglich, doch dieser dürfte den Entscheidungsträgern keine Rechtfertigung zu einer restriktiveren Geldpolitik bieten. Eine deutlichere Erholung könnte sich aus den zyklischen Kräften ergeben, die sich bereits jetzt zeigen. In zwei Quartalen in Folge haben starke Einschnitte bei der Produktion und ein Abbau der Lagerbestände das Wachstum massiv gebremst. Die volkswirtschaftliche Gesamtrechnung hat inzwischen offiziell bestätigt, dass die Rezession im Jahr 2008/09 in den USA mit einem BIP-Rückgang um annualisierte 3,9 % tatsächlich die längste und gravierendste seit den 30er Jahren ist. Die neue Stabilisierungsdynamik mit positivem Vorzeichen könnte in Verbindung mit dem Wiederaufbau der Lagerbestände die Wirtschaftstätigkeit stärker als prognostiziert beleben. Ein robustes Wachstum, das mehrere Quartale dauert und durch die globale Entwicklung gestützt wird, ist durchaus denkbar.

Der genaue Zeitpunkt, an dem die Zügel bei der Geldpolitik wieder angezogen werden, ist ungewiss. Die Weichen dafür sind jedoch gestellt. Ben Bernanke betonte schon im vergangenen Monat, dass die US-Notenbank über die notwendigen Mittel verfüge, um zum richtigen Zeitpunkt das Wendemanöver einzuleiten. Wichtig ist allerdings, dass keine wirtschaftspolitischen Fehler begangen werden, denn gerade eine vorschnelle Umstellung der Geldpolitik könnte die Erholung im Keim ersticken. Die überreichliche Liquidität gibt allerdings doch Anlass zur Sorge. So haben die chinesischen Behörden offenbar vor, die für den Immobiliensektor bereits geltenden Maßnahmen gegen eine Überhitzung auf sämtliche Bankkredite auszuweiten. Auf diese Weise soll die Spekulation unterbunden und eine zweckfremde Mittelverwendung verhindert werden. Es überrascht nicht, dass die chinesische Börse bereits auf dieses Gerücht sehr negativ reagiert hat.

Der lange Weg zur Hoffnung

Die Liquidität ist eine der Hauptstützen der Märkte. Derzeit ist sie im Überfluss vorhanden, so dass diejenigen, die an eine Genesung der Weltwirtschaft glauben (wollen), eine höhere Risikobereitschaft an den Tag legen. Nach einem Anstieg der Aktienkurse um 50 % – bei einigen Märkten sogar noch mehr – seit der Talsohle im März ist verständlich, dass nicht alle Anleger der Erholung trauen bzw. bereit sind, in Hochrisikoplanlagen zu investieren. Unserer Einschätzung nach befinden wir uns tatsächlich in einer Erholung. Die Bewertungen halten wir nicht für übertrieben. Ängste müssen überwunden und mehr Mut zum Risiko gezeigt werden. Vor dem Hintergrund einer derart tief greifenden Krise fällt eine Umstellung selbstverständlich schwer und viele Anleger sind aus gutem Grund skeptisch eingestellt.

Wir halten an der im Mai eingeschlagenen Kursanpassung fest und richten unser Portfolio schrittweise auf zyklischere Anlagen aus, ohne dabei die mittelfristigen Risiken zu übersehen. Wir behalten insgesamt unsere neutrale Gewichtung von Aktien bei, denn vor den „Problemmonaten“ September und Oktober wollen wir keine Veränderung vornehmen. Das empfohlene Portfolio-Beta steigern wir nichtsdestotrotz durch Übergewichtung der Eurozone und Japans bei einer Untergewichtung der USA und plädieren weiterhin für erstklassige Unternehmensanleihen. Staatsanleihen dürften sich auch in Zukunft volatil entwickeln und eine relativ starke Fluktuation in einer Bandbreite von 20 Punkten aufweisen. Im Bereich Rohstoffe halten wir uns noch zurück, da die Bewertungen uns in Anbetracht des allgemeinen Angebotsüberschusses zu hoch erscheinen.

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.