

Allianz Invest Quarterly 04/2012

Holpriger Weg zur partiellen
Fiskalunion

Martin Bruckner

Vorstandsmitglied Allianz Investmentbank AG

Chief Investment Officer der Allianz Gruppe in Österreich

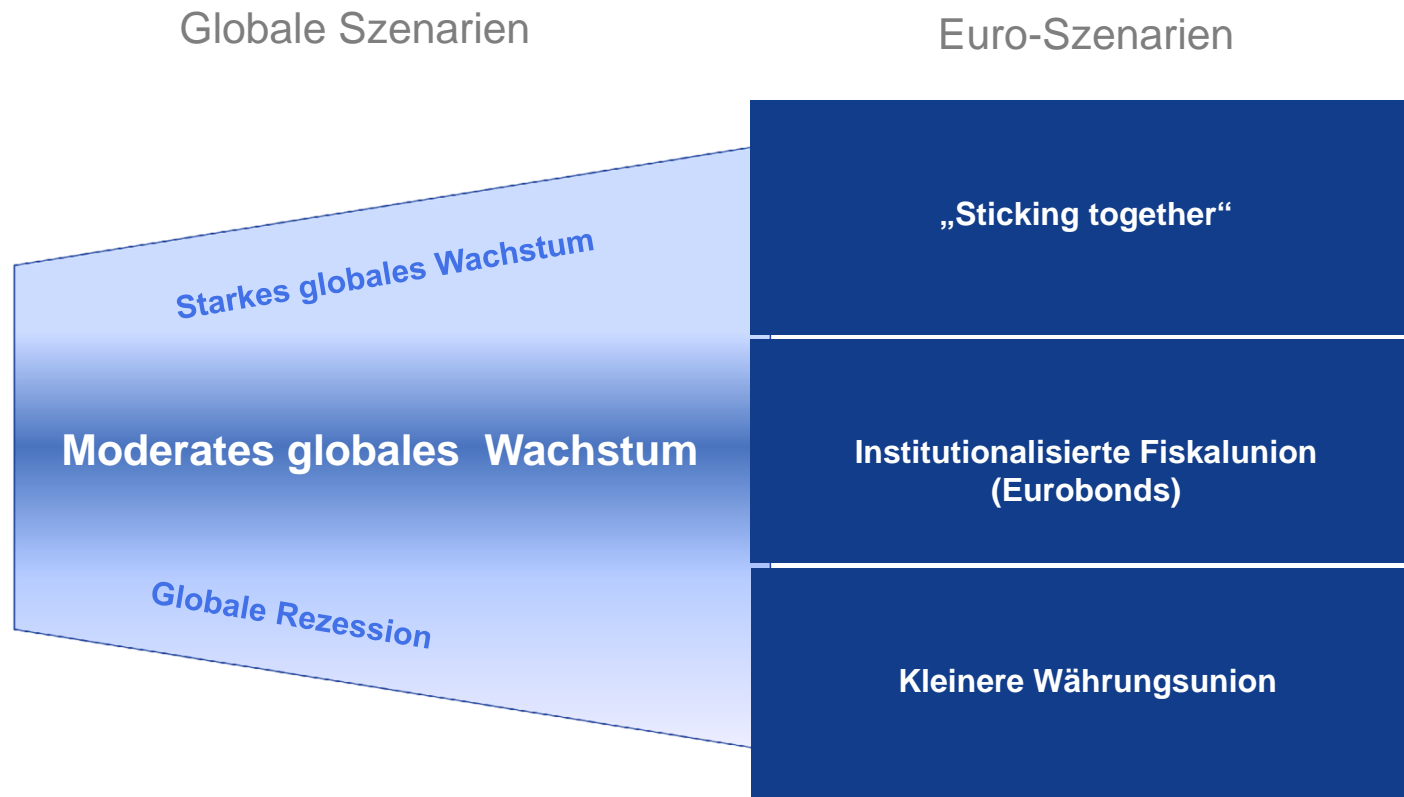
Mag. Martin Maier

Geschäftsführer Allianz Invest KAG

Wien, 20. September 2012

Allianz 

12 Monats-Outlook: Quo vadis, Euro-Zone?



Szenario 1: „Sticking together“

Überblick

- Spanien bestätigt Bankenkrise, akzeptiert unabhängige Prüfung und bekommt ein Bankenkaptalisierungsprogramm seitens ESM
- Euro-Zone hält zusammen, unterstützt sich gegenseitig, allerdings nur im Rahmen bestehender Institutionen
- EU stimmt weicheren Zielen für alle Länder zu
- EZB erhöht Unterstützung, um eine Korrektur an den Märkten zu vermeiden, und gibt den Mitgliedstaaten mehr Zeit

Reaktion des Marktes

- Euro wird schwächer, Außenhandel wird wettbewerbsfähiger (Exporte steigen, Importe sinken)
- Bund Yields steigen im Zuge der EZB-Intervention und Schuldenneuverhandlungen
- Spreads engen sich ein
- Corporate Bonds stabil, Financials und High Yields pendeln sich ein
- Volatilität bleibt weiterhin sehr hoch

Szenario 2: Institutionalisierte Fiskalunion (Eurobonds)

Überblick

- Politische Entscheidungsträger einigen sich auf Fiskal- und Wachstumspakt
- Eine erfolgreiche Fiskalunion sollte folgende Charakteristika aufweisen:
 - (1) Transfermechanismus im Falle von idiosynkratischen Schocks
 - (2) Supranationale Organisation mit fiskalpolitischer Supervision und Aufsichtsrechten
 - (3) Begrenzte Budgetunabhängigkeit für lokale Regierungen
 - (4) Gemeinsame Garantie von allen Mitgliedsstaaten (Eurobonds)
- Fiskalische Schuldengrenze, die schnell von allen Mitgliedsstaaten in nationales Recht implementiert wird
- EZB stellt Liquidität zur Verfügung, European Deposit Insurance Facility wird eingerichtet
- Kapitalspritzen für Banken kommen direkt vom ESM
- Wirtschaftswachstum erholt sich weniger rasch als in Szenario 1 aufgrund von stärkeren Sparmaßnahmen

Reaktion des Marktes

- Reaktion vergleichbar mit Szenario 1, aber stärker und nachhaltiger
- Volatilitäten nehmen ab

Szenario 3: Kleinere Währungsunion

Überblick

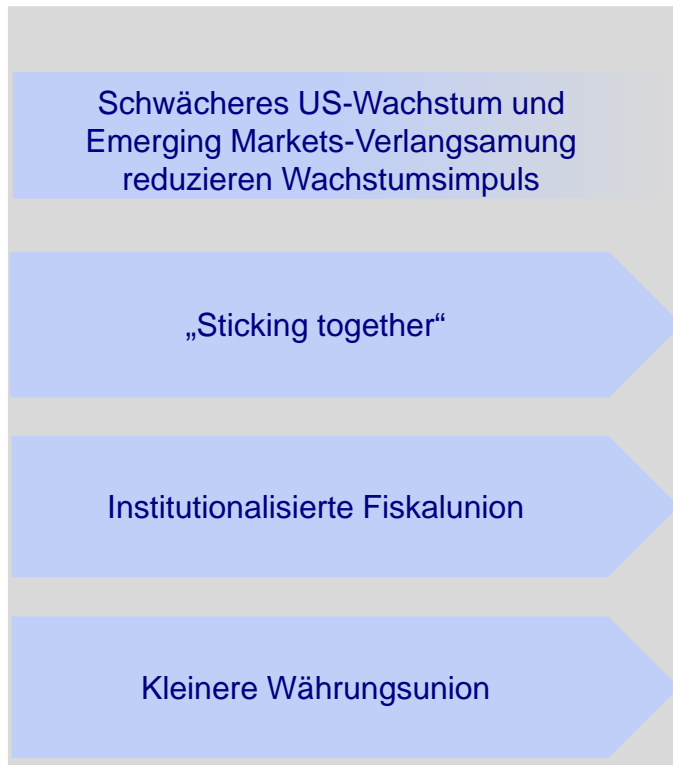
- EZB scheut davor zurück, über LTRO hinausgehende Maßnahmen anzugehen
- Populistische Tendenzen verhindern die zeitnahe Etablierung einer Fiskalunion in der EU
- Euro bleibt ein Hindernis für Wettbewerb, abgesehen von EZB-Unterstützung
- Mindestens ein Staat der Euro-Zone – Kern oder Peripherie – tritt aus populistischen Gründen aus

Reaktion des Marktes

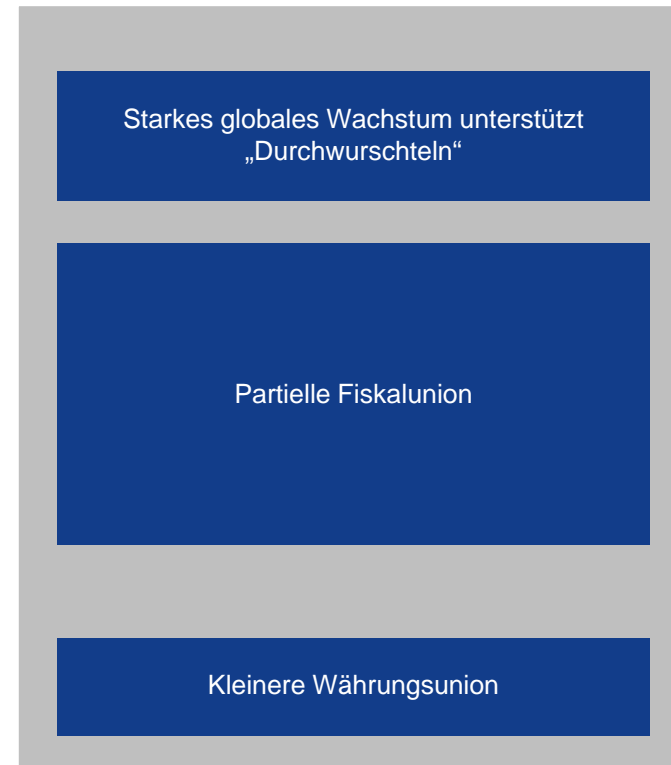
- Die Ausstiegswährung (bspw. eines Peripherielandes) wird um mindestens 30-50 Prozent abgewertet
- Peripherie-Land (das aussteigt) erlebt rückläufiges Einkommen und hohe Inflation. Kern-Euroländer erleben Rezession, aufgrund von Korrektur an den Finanzmärkten, Kreditklemme und stärkerem Euro.
- Wechselkurse passen sich an
- Die Renditen von Staatsanleihen der Peripherie-Staaten steigen, Renditen “sicherer” Staaten sinken
- Starke Korrekturen an den Aktienmärkten

Mittelfristiger Outlook

12 Monats-Szenarien



Mittelfristige Szenarien



Mittelfristig: Partielle Fiskalunion

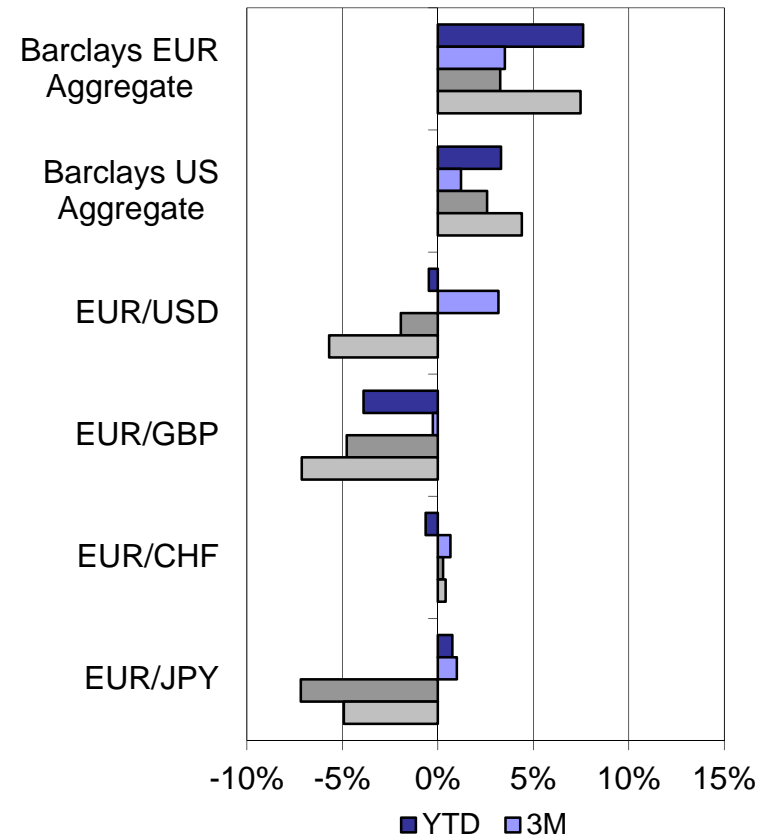
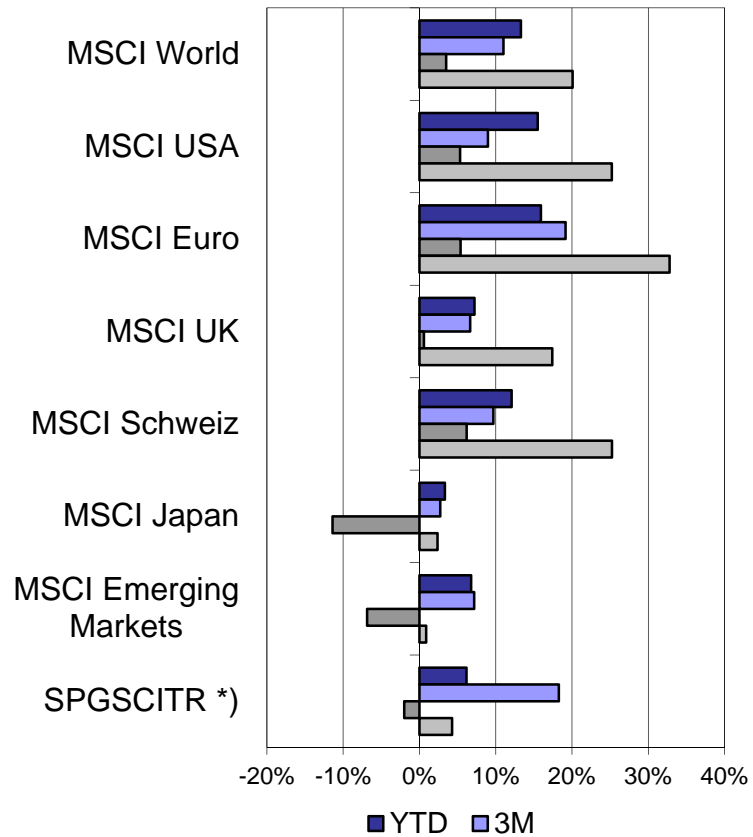
Überblick

- Kleine Veränderung bei bestehenden Institutionen, aber steigende Transferleistungen, wenn Ausfallhaftungen zunehmen
- Weichere Defizit-Ziele für alle Euro-Mitglieder aufgrund von Rezession und um Wachstum zu unterstützen
- Banken-Kapitalisierung direkt durch ESM (nationale Regierungen werden umgangen), um den Stress von Staaten zu nehmen und in Richtung eines harmonisierten Euro-Bankensystems zu gehen
- EZB finanziert Staaten in schwierigen Marktsituationen und unter strengen Auflagen
- Eventuell eingeschränkter Einsatz von Eurobonds, allerdings nur zur Begebung neuer Anleihen

Konvergenz von Renditen

- Bund-Yields steigen auf unter zwei Prozent, die Spreads der Peripherie-Staaten beruhigen sich
- Credit Spreads engen sich ein, auf Basis einer Euro-weiten Resolution von Banken-Rekapitalisierungsmaßnahmen
- Aktien stabilisieren sich, da das Risiko zurückgeht, bleiben aber volatil, da das Wachstum niedrig ist

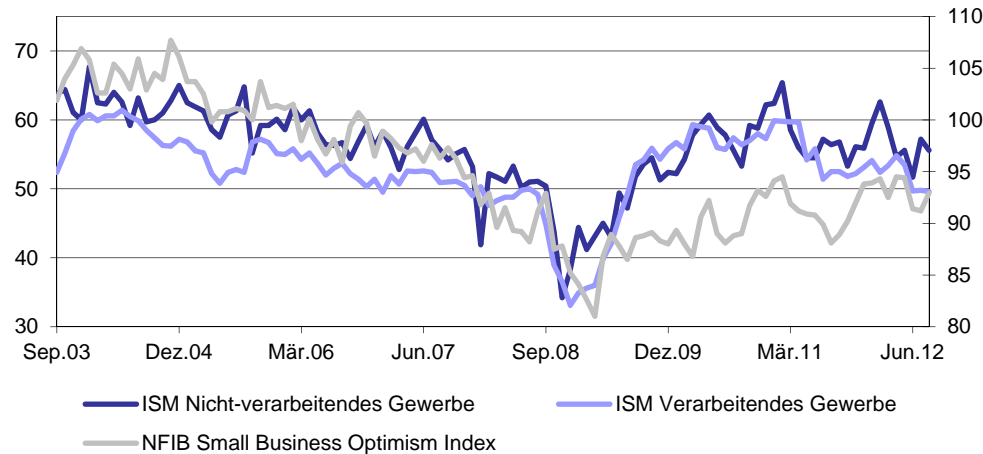
Performance der Assetklassen



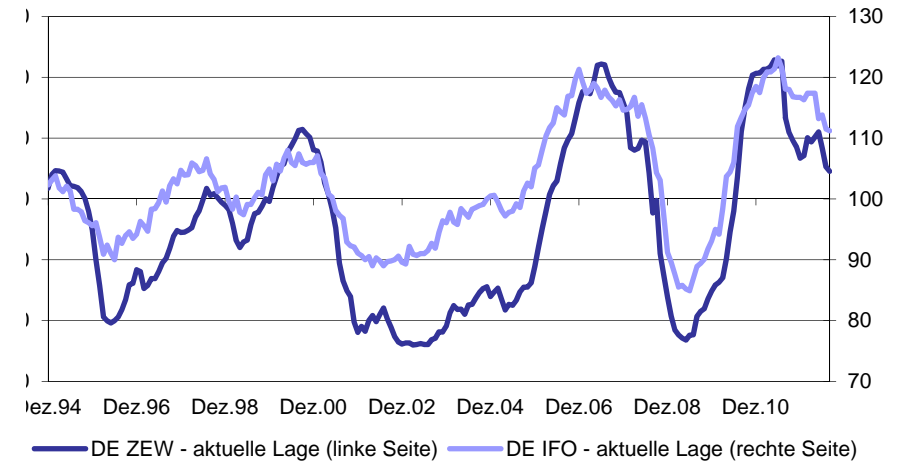
*) S&P GSCI Total Return Commodity Index

Volkswirtschaftliche Prognosen

US - Einkaufsmanager Index



Deutschland - aktuelle Lage



	Bruttoinlandsprodukt (real) ¹⁾				Verbraucherpreise ¹⁾			
	2011	2012	2013 ²⁾	2014-2016 ²⁾	2011	2012	2013 ²⁾	2014-2016 ²⁾
Industrielländer	1,3	1,3	1,8	1,9	2,6	1,9	1,8	2,0
EWU	1,5	-0,2	1,0	1,5	2,7	2,4	1,7	2,0
Deutschland	3,0	1,0	2,0	1,6	2,3	2,0	1,9	2,0
USA	1,8	2,3	2,2	2,3	3,2	2,1	2,2	2,5
Japan	-0,7	2,1	1,8	1,5	-0,3	0,3	0,0	0,6
Emerging Markets	6,0	4,9	5,7	5,9	5,7	4,8	4,5	4,1
Asien	7,4	6,7	7,1	7,2	5,5	4,2	4,0	3,9
China	9,2	8,0	8,3	8,3	5,4	2,8	3,0	3,5
Lateinamerika	4,1	3,1	4,5	4,4	6,8	6,1	5,8	5,1
Osteuropa	3,9	2,5	3,5	4,1	4,8	3,3	3,5	3,3

1) Veränderung gegen Vorjahr in %
 2) Prognose durch Allianz Economic Research

Quellen: Bloomberg, Allianz Economic Research

Volkswirtschaftliche Einschätzung

- Die Abschwächung der globalen Konjunktur nahm in den letzten Monaten ihren Lauf, auch die Schätzungen für 2012 und 2013 sind sukzessive nach unten revidiert worden.
- Die Staatsschuldenkrise in der Eurozone, aber auch das „Fiscal Cliff“ in den USA stellen weiterhin das größte Risiko für die globale Entwicklung dar.
- Die EZB hat mit der Entscheidung, Staatsanleihen zu kaufen, im letzten Meeting das Ruder übernommen.
- Nachdem sich die US-Wirtschaft nur schleppend erholt, hat auch die FED ein neues Wertpapierkaufprogramm („QE3“) gestartet. Da sie den Leitzins nicht weiter senken kann, hat sie beschlossen, zusätzlich unbefristet jeden Monat hypothekengedeckte Anleihen im Volumen von 40 Milliarden US-Dollar zu kaufen.
- Emerging Markets-Wachstum schwächt sich ebenso weiter ab. Positive Effekte aus den letzten Zinssenkungen blieben bis dato aus.

Strategie für Q4/2012

Anleihen: neutral / Aktien: neutral

- Makrofaktoren und politische Events versprechen weiterhin hohe Volatilität und erfordern kurzfristige Flexibilität der Veranlagungsstrategie.
- Die expansive Geldpolitik der Notenbanken wirkt unterstützend für Risikoassets.
- Daher bieten Staatsanleihen hoher Bonitäten jedoch geringe Renditen bzw. negative Realrenditen und gelten als überbewertet.
- Speziell in der Eurozone ist der Anleiheausblick sehr differenziert nach Region zu beurteilen (Bund, Core, Peripherie).
- Aktienmärkte sind historisch sehr günstig bewertet, offerieren solide Bilanzen und attraktive Dividendenrenditen.
- Zyklisch könnten die Gewinne jedoch sinken und Investoren befinden sich weiter im Rückzug aufgrund der generellen Risikoaversion.

Aktien: neutral

USA – untergewichten

- Durch QE3 sind Risikoassets in den USA ebenso gut unterstützt. Relativ sollte der als defensiv geltende Markt hinter europäischen Märkten zurückbleiben.
- Die Phase kurz vor den Präsidentschaftswahlen ist typischerweise positiv für Aktien.
- Steigende Risikobereitschaft und QE3 führen zu einem fallenden USD.
- Aufgrund relativer Bewertungskennzahlen ist der US-amerikanische Markt weiterhin teuer.

Europa – übergewichten

- Der massive Eingriff der EZB und damit einhergehend die höhere Risikobereitschaft der Investoren stellen ein gutes Fundament für europäische Aktien dar. Die seit Juni vorherrschende relative Outperformance könnte sich somit fortsetzen.
- Unternehmen verfügen über solide Bilanzen und hohe Dividendenrenditen, daher ist Bewertung historisch sehr attraktiv.
- Internationale Investoren sind weiterhin untergewichtet in europäischen Aktien. Eine Stabilisierung der Schuldenkrise durch die Politik und die Notenbank könnte dazu führen, dass die Investoren wieder an die europäischen Aktienmärkte zurückkehren.

Aktien: neutral

Japan – neutral

- Die Wiederaufbauarbeiten werden die japanische Konjunktur wohl auch in den kommenden Quartalen antreiben. Es wird erwartet, dass die Geldpolitik der Bank of Japan weiter gelockert wird.
- Innerhalb der entwickelten Länder konnte Japan auch weiterhin nicht überzeugen. Sollte die Risikobereitschaft der Anleger jedoch in den kommenden Wochen stärker gegeben sein, so würde davon der Yen profitieren und davon wiederum der japanische Aktienmarkt.
- Die absoluten Bewertungskennzahlen zeichnen im historischen Vergleich ein besonders attraktives Bild.

Emerging Markets – neutral

- Die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in den Schwellenländern setzt sich fort.
- Notenbanken setzten zuletzt verstärkt expansive Schritte, und das politische Risiko ist vergleichsweise gering.
- Die relative Underperformance, die seit Jahresbeginn vorherrscht, dürfte sich fortsetzen – auch, wenn sich die Bewertungssituation bereits deutlich verbessert hat.
- Innerhalb der Emerging Markets bevorzugen wir bewertungsmäßig die osteuropäischen Märkte.

Anleihen: Staatsanleihen untergewichten

USA – untergewichten

- 10-jährige Renditen schlugen in den letzten Monaten einen Seitwärtstrend ein und notieren um 1,73 % und sind damit weder nominell noch real attraktiv.
- Inflationserwartungen pendeln konstant über 2 %, die von der FED beobachtete 5-Jahres Forward Rate liegt bei ca. 2,6 %.
- Bernanke betonte in allen Interviews, mit zusätzlichen Maßnahmen bereit zu stehen, sollte sich keine Besserung in der US-Wirtschaft ergeben. Die FED entschied am 13.09., monatlich 40 Milliarden US-Dollar in MBS-Anleihen zu investieren und den Leitzins bis 2015 unverändert zu lassen.

Europa – untergewichten

- Die jüngsten EZB-Beschlüsse zur Auflage des sog. OMT-Programms verschaffen den stark belasteten Staaten wie Spanien, Italien und Portugal Luft zum Atmen. Durch den Kauf von Anleihen am Sekundärmarkt, sofern die Länder vorher unter den Schutzschirm ESFS/ESM geschlüpft sind, bewirkte die Notenbank einen positiven Stimmungsumschwung.
- Deutsche 10 Jahres-Renditen stiegen von 1,2 % auf aktuell ca. 1,7 % an und waren in den letzten Wochen weniger als „safe haven“ gefragt, österreichische stiegen von 1,85 % auf aktuell 2,2 %.
- Die Peripherieanleihen werden trotz der jüngsten Kursrallye noch vorsichtig beurteilt, besseres Chancen Risiko-Verhältnis bieten Bonds aus Österreich, Frankreich, bzw. den andern Core Ländern.

Anleihen: Spreadsegmente übergewichten

Unternehmensanleihen

- Die Spreads der Unternehmensanleihen bieten auch weiterhin ein attraktives Chancen-Risiko-Verhältnis. Die Unternehmen operieren mit niedrigem Leverage und das Kerngeschäft der meisten Emittenten läuft ebenfalls gut.
- Auch im vierten Quartal wird von einer Outperformance von Corporate Bonds und High Yields gegenüber Staatsanleihen ausgegangen.
- Die Emissionstätigkeit nimmt zu, da viele Unternehmen die günstigen Konditionen für die Refinanzierung nutzen.

Emerging Markets

- Die Renditeaufschläge gegenüber Staatsanleihen sind im letzten Quartal deutlich auf unter 300 Basispunkte gesunken, so dass viel der besseren fundamentalen Situation bereits eingepreist ist. Ein aktiver Zukauf von Euro/Dollar-Anleihen wird erst bei höheren Spreadniveaus wieder in Erwägung gezogen.
- Sollte sich die positive Marktstimmung fortsetzen, ist ein Aufbau von Lokalwährungsanleihen und Corporate Bonds aus den Schwellenländern anzudenken. Bei höherem Risiko bieten diese beiden Asset Klassen gute Ertragsmöglichkeiten. Die Rendite von Lokalwährungsanleihen beträgt aktuell ca. 5,9 %.

Pressekontakt

MMag. Manfred Rapolter, MA
Allianz Gruppe in Österreich
Hietzinger Kai 101-105
1130 Wien

Tel.: +43 5 9009 80690
Fax +43 5 9009 40261
manfred.rapolter@allianz.at
www.allianz.at

Disclaimer

Diese Aussagen stehen wie immer unter unserem Vorbehalt bei Zukunftsaussagen, der Ihnen hier zu Verfügung gestellt wird.

Vorbehalt bei Zukunftsaussagen

Soweit wir in diesem Dokument Prognosen oder Erwartungen äußern oder die Zukunft betreffende Aussagen machen, können diese Aussagen mit bekannten und unbekanntem Risiken und Ungewissheiten verbunden sein. Die tatsächlichen Ergebnisse und Entwicklungen können daher wesentlich von den geäußerten Erwartungen und Annahmen abweichen. Neben weiteren hier nicht aufgeführten Gründen können sich Abweichungen aus Veränderungen der allgemeinen wirtschaftlichen Lage und der Wettbewerbssituation, vor allem in Allianz Kerngeschäftsfeldern und -märkten, aus Akquisitionen sowie der anschließenden Integration von Unternehmen und aus Restrukturierungsmaßnahmen ergeben. Abweichungen können außerdem aus dem Ausmaß oder der Häufigkeit von Versicherungsfällen (zum Beispiel durch Naturkatastrophen), der Entwicklung der Schadenskosten, Stornoraten, Sterblichkeits- und Krankheitsraten beziehungsweise -tendenzen und, insbesondere im Bankbereich, aus der Ausfallrate von Kreditnehmern resultieren. Auch die Entwicklungen der Finanzmärkte (z.B. Marktschwankungen oder Kreditausfälle) und der Wechselkurse sowie nationale und internationale Gesetzesänderungen, insbesondere hinsichtlich steuerlicher Regelungen, können entsprechenden Einfluss haben. Terroranschläge und deren Folgen können die

Wahrscheinlichkeit und das Ausmaß von Abweichungen erhöhen. Die hier dargestellten Sachverhalte können auch durch Risiken und Unsicherheiten beeinflusst werden, die in den jeweiligen Meldungen der Allianz SE an die US Securities and Exchange Commission beschrieben werden. Die Gesellschaft übernimmt keine Verpflichtung, Zukunftsaussagen zu aktualisieren.

Keine Pflicht zur Aktualisierung

Die Gesellschaft übernimmt keine Verpflichtung, die in dieser Meldung enthaltenen Aussagen zu aktualisieren. Bei der vorliegenden Pressemitteilung handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Die vorliegende Marketingmitteilung stellt keine Anlageanalyse, Anlageberatung oder Anlageempfehlung dar. Insbesondere ist sie kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Investmentfondsanteilen. Die Verkaufsprospekte sowie die Wesentlichen Anlegerinformationen (Kundeninformationsdokumente) in deutscher Sprache der in Österreich zum öffentlichen Vertrieb zugelassenen Investmentfonds von Allianz Global Investors können kostenlos bei der Allianz Investmentbank AG, Hietzinger Kai 101-105, 1130 Wien angefordert werden.