

Das Virus ist noch nicht besiegt

Monatliche Investmentstrategie

Mehr Infektionen, mehr Konjunkturprogramme?

In den USA und Europa entwickelt sich die Pandemie unterschiedlich. Zwar werden auch im Euroraum immer wieder neue Hotspots entdeckt, und der Anstieg der Reproduktionszahl in Deutschland mahnt zur Vorsicht, doch alles in allem geht die Infektionsrate weiter zurück. In den USA steigt sie hingegen wieder: Immer mehr Bundesstaaten sind betroffen. Vermehrte Tests taugen als Erklärung nicht, da immer mehr Menschen ins Krankenhaus eingeliefert werden.

Fest steht, dass die Politik den Neustart der US-Wirtschaft nicht hinauszögern will. Der Fokus könnte sich aber jetzt von den zentralen Konjunkturmaßnahmen auf die dezentralen Entscheidungen von Unternehmen und Verbrauchern verlagern. Sie könnten Einfluss darauf haben, wie sich die Konjunktur erholt. Bislang war Konsens, dass jedes Land zumindest auf eine Pandemiepause im 3. Quartal hinsteuert, wenn auch unterschiedlich schnell. Eine zweite Welle befürchtete man allenfalls für den Winter. Jetzt besteht aber das Risiko, dass die Wirtschaft im 3. Quartal nicht so schnell und umfassend wieder anläuft wie erwartet.

Umso überraschender ist deshalb, wie krisenfest risikobehaftete Wertpapiere noch immer sind. Bislang konnten Geld- und Fiskalpolitik auf Rückschläge mit immer neuen Konjunkturmaßnahmen reagieren. Letzte Woche erst gab die Fed bekannt, dass sie wieder am Sekundärmarkt für Unternehmensanleihen intervenieren wolle, was die Kurse erneut steigen ließ. Die Interventionen waren zwar schon am 23. März in Aussicht gestellt worden, doch hatten manche Anleger wohl befürchtet, dass die Fed mit ihren bisherigen Maßnahmen – der indirekten Stützung des Unternehmensanleihemarktes durch ETF-Käufe – zufrieden sein würde. Eine Meldung von Bloomberg, dass die Trump-Administration ein 1 Milliarde US-Dollar umfassendes Fiskalpaket mit Schwerpunkt auf Infrastrukturinvestitionen plane, dürfte ebenfalls hilfreich gewesen sein. Schließlich würde es länger wirken als die derzeitigen Notfallmaßnahmen.

In Europa ist man unterdessen zurückhaltender. Der Erfolg der jüngsten Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTRO) der Europäischen Zentralbank zeigt zwar einmal mehr, dass die Geldpolitik sehr viel tut. Aber die Fiskalpolitik ist weniger aktiv als in den USA: Zwar rechnen wir mit einer grundsätzlichen politischen Einigung über den EU-Wiederaufbaufonds im Juli, doch müssen noch viele technische Details geklärt werden. Für 2021 erwarten wir daher kaum größere Auszahlungen.

Die Märkte setzen weiter auf die ungebrochene Kraft der Geld- und Fiskalpolitik. Bislang lagen sie damit richtig, doch blicken wir mit einer gewissen Sorge auf den Herbst. Dann dürften viele Notfallmaßnahmen auslaufen. Die Regierungen könnten dann mehr auf langfristige Hilfen setzen, etwa auf höhere Infrastrukturausgaben, sodass die Nachfrage vielleicht einige Monate nicht gestützt wird. In unserem Basisszenario ist die Pandemie in den Industrieländern bis dahin gut unter Kontrolle, sodass direkte Einkommenshilfen weniger dringend wären. Sollte es anders kommen, könnte aber ein Rückschlag drohen.

Im Überblick

- Die Pandemie entwickelt sich in den USA und Europa sehr verschieden.
- Unterschiedliche geld- und fiskalpolitische Maßnahmen auf beiden Seiten des Atlantiks haben das bislang ausgeglichen.
- Weitere Kursgewinne erfordern ein Zusammenspiel von Pandemiebekämpfung, Wirtschaftspolitik und Konjunktur.
- Die Unternehmensgewinne müssen sich erholen, damit wieder mehr Geld in risikobehaftete Titel fließt.

Die Unternehmensgewinne müssen sich erholen

Ein solcher Rückschlag wäre in der Tat nicht gut, vor allem für Aktien. Viele Indizes liegen keine 10% mehr unter ihren Höchstständen vor der Pandemie, und einige, wie der NASDAQ und der S&P Growth, haben die alten Hochs sogar übertraffen. Manchen Kennzahlen zufolge scheinen Aktien sehr teuer. Die Dividenden wurden durchweg gekürzt, und die jüngsten Konsensschätzungen für die Gewinne je Aktie in den nächsten zwölf Monaten liegen um 20% bis 35% unter den bisherigen Maximalerwartungen. Insgesamt sind die Bewertungskennzahlen aber gestiegen. Die Investoren zahlen jetzt mehr für niedrigere Gewinnerwartungen.

Stets haben wir auf die Bedeutung der Konjunkturmaßnahmen hingewiesen. Ein Großteil der Aktienmarktperformance seit dem Tief am 23. März lässt sich mit fallenden risikolosen Zinsen und Unternehmensanleihe-Spreads erklären. Dank der enormen Maßnahmen der Notenbanken in den USA, aber auch in Europa, funktionieren die Kreditmärkte gut. Es wurden doppelt so viele Anleihen begeben wie im Vergleichszeitraum 2019. Die Unternehmen haben Kapital eingeworben, um die fallenden Umsätze zu kompensieren. Da die Kreditmärkte weiter funktionierten und die Finanzierungskosten zurückgingen, nahm das Insolvenzrisiko bei vielen Unternehmen ab.

Unternehmen, die im Geschäft bleiben, können sich wohl irgendwann über steigende Gewinne freuen. Eine Aktie ist letztlich nichts anderes als eine Kaufoption auf die zukünftigen Unternehmensgewinne. Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse legen immer kräftig zu, wenn sich die Gewinne auf einem Tiefpunkt befinden. Wenn die Gewinnrevisionen allmählich wieder positiv werden, gehen sie wieder zurück.

Niedrigere Anleiherenditen und Credit Spreads können die Aktienkurse aber nur begrenzt stützen. Jetzt müssen sich die Unternehmensgewinne erholen, was allerdings sehr stark von der Konjunktur abhängt. Die ersten Analysten prognostizieren für das kommende Jahr eine leichte Erholung. Die 18-Monats-Konsensprognose für den S&P 500 liegt jetzt etwa 12 Prozentpunkte vor der 12-Monats-Prognose. Doch die Unternehmen selbst zögern noch mit ihren Vorhersagen. Bei allem Optimismus der Analysten raten wir zur gebotenen Vorsicht.

Irgendwann werden die Kreditrisikoprämien aber nicht mehr weiter fallen. An den größeren Investmentgrade-Märkten sind wir davon wohl nicht mehr weit entfernt; die Spreads haben gut zwei Drittel ihrer Ausweitung wieder wettgemacht. Unsere Credit-Teams rechnen mit einem weiteren leichten Spread-Rückgang, aber die großen Bewegungen liegen sicherlich hinter uns. Dann dürften die Fundamentaldaten entscheidend dafür sein, ob die bisherigen Kursgewinne der Aktien Bestand haben und die Kurse auch 2021 steigen. Die Erholung verlief dann nach Plan, mit einer expansiven Geld- und Fiskalpolitik, bis die Unternehmensumsätze wieder steigen. An der bisherigen Aktienmarktrallye hatte sicherlich auch das positive Momentum seinen Anteil, das durch umfangreiche Investitionen in risikobehaftete Titel und erfreuliche Nachrichten aufrechterhalten wurde.

Und genau da liegt das Risiko: Wenn unser Basisszenario nicht eintritt und neue Entwicklungen der Infektionsraten in den USA und den Emerging Markets zu einer grundlegenden Neubewertung des Konjunkturausblicks führen, könnten die Aktienmärkte einen herben Rückschlag erleiden. Weitere Kursgewinne erfordern ein Zusammenspiel von Pandemiebekämpfung, Wirtschaftspolitik und Konjunktur. Wenn es bei einem dieser Faktoren zu Enttäuschungen kommt, geraten die Anlegererträge unter Druck. Vielleicht müssen Notenbanken und Regierungen dann noch mehr tun, um die Märkte zu stabilisieren und das Anlegervertrauen zu stärken. Eine positive Überraschung wäre hingegen ein Durchbruch bei der Impfstoffentwicklung.

***Hier können Sie die komplette Juni-Ausgabe
der Investmentstrategie (auf Englisch) herunterladen.***

Unsere Sicht auf Anlageklassen

Asset-Allokation

Wichtigste Assetklassen

Aktien		▲
Anleihen		
Rohstoffe		▲
Kasse	■	

Aktien

Industrielländer

Euroraum		▲
Großbritannien	■	
Schweiz	■	
USA	■	
Japan	■	

Emerging Markets und Sektoren

Emerging Markets		▲
Europa: Öl und Gas	■	
Europa: Telekommunikation	■	
USA: Industrie	■	
USA: Konsumgebrauchsgüter	■	

Anleihen

Staatsanleihen

Kerneuropa	■	
Peripherieländer Europa	■	
Großbritannien	■	
USA	■	

Inflationsindexierte Anleihen

US-Dollar		■
Euro		■

Unternehmensanleihen

Investmentgrade Euro		■
Investmentgrade US-Dollar		■
High Yield Euro	■	
High Yield US-Dollar	■	

Emerging-Market-Anleihen

Emerging-Market-Anleihen	■	
--------------------------	---	--

Legende ■ Negativ ■ Neutral ■ Positiv Letzte Änderung ▲ Anhebung ▼ Verringerung

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 23. Juni 2020

Konjunkturprognosen im Überblick

Jahresprognosen BIP (%)	2019	2020*		2021*	
		AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens
Welt	2,9	-2,9		6,1	
Industrieländer	1,7	-6,1		5,5	
USA	2,3	-4,5	-4,0	4,6	3,9
Euroraum	1,3	-7,1	-7,9	5,9	6,2
Deutschland	0,6	-5,2	-6,3	4,4	5,2
Frankreich	1,3	-8,5	-8,2	8,1	6,7
Italien	0,3	-9,3	-9,9	5,4	6,3
Spanien	2,0	-9,1	-9,1	7,7	6,7
Japan	0,7	-5,8	-3,3	3,3	2,1
Großbritannien	1,4	-9,1	-5,4	8,5	4,7
Schweiz	0,9	-4,9	-3,3	3,5	3,6
Emerging Markets	3,6	-1,1		6,5	
Asien	5,2	0,5		7,2	
China	6,1	2,3	1,4	8,0	8,1
Südkorea	2,0	-2,8	-1,0	4,5	3,4
Sonstiges Asien	4,4	-1,3		6,5	
Lateinamerika	0,1	-6,5		6,5	
Brasilien	1,1	-7,4	-5,5	8,3	3,5
Mexiko	-0,1	-6,8	-7,6	7,0	2,7
Europa	2,1	-6,6		5,7	
Russland	1,3	-6,1	-3,8	3,7	3,0
Polen	4,1	-5,0	-3,1	5,4	4,3
Türkei	0,9	-5,6	-2,2	6,5	4,5
Sonstige Emerging Markets	1,5	-2,5		4,0	

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 23. Juni 2020

Jahresprognosen Inflation (%)	2019	2020*		2021*	
		AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens
Industrieländer	1,5	0,5		1,2	
USA	1,8	0,5	0,8	1,7	1,8
Euroraum	1,2	0,4	0,4	0,7	1,3
Japan	0,5	0,1	-0,1	-0,1	0,2
Großbritannien	1,8	0,6	1,0	1,0	1,6
Schweiz	0,4	-0,3	-0,5	0,3	0,5
Sonstige Industrieländer	1,8	1,4		1,9	

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 23. Juni 2020

* Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

Zentralbankprognosen

Zentralbankpolitik						
Sitzungen und erwartete Änderungen (Zinsen in Bp./QE in Mrd.)						
		Aktuell	3. Quartal 2020	4. Quartal 2020	1. Quartal 2021	2. Quartal 2021
USA (Fed)	Datum	0–0,25	28.–29. Juli	4.–5. Nov.	26.–27. Jan.	unbestätigt
	Leitzins		15.–16. Sep.	15.–16. Dez.	unbestätigt	unbestätigt
			k.Ä. (0–0,25)	k.Ä. (0–0,25)	k.Ä. (0–0,25)	k.Ä. (0–0,25)
Euroraum (EZB)	Datum	-0,50	16. Juli	29. Okt.	21. Jan.	22. Apr.
	Leitzins		10. Sep.	10. Dez.	11. März	10. Juni
			k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)
Japan (BoJ)	Datum	-0,10	21.–22. Juli	28.–29. Okt.	unbestätigt	unbestätigt
	Leitzins		16.–17. Sep.	17.–18. Dez.	unbestätigt	unbestätigt
			k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)
Großbritannien (BoE)	Datum	0,10	6. Aug.	5. Nov.	4. Feb.	6. Mai
	Leitzins		17. Sep.	17. Dez.	18. März	24. Juni
			k.Ä. (0,10)	k.Ä. (0,10)	k.Ä. (0,10)	k.Ä. (0,10)

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 23. Juni 2020

Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

Unsere Analysen finden Sie auf unserer Webseite:



Insights Hub

The latest market and investment insights, research and expert views at your fingertips

www.axa-im.com/insights

Wichtige Hinweise

Die Informationen, Finanzdaten und Empfehlungen von AXA Investment Managers stellen weder ein Angebot für den Erwerb bzw. den Verkauf von Finanzinstrumenten/Investmentfonds noch eine 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.

Weder MSCI noch andere an der Zusammenstellung, Berechnung und Erstellung der MSCI-Daten Beteiligte übernehmen eine explizite oder implizite Garantie bzw. Zusicherung für die Richtigkeit der Daten (sowie die auf ihrer Grundlage erhaltenen Ergebnisse) und sind in keiner Weise für die Korrektheit, Genauigkeit, Vollständigkeit, Verkehrsfähigkeit und Eignung der Daten für bestimmte Zwecke verantwortlich. Unabhängig davon haften weder MSCI noch die mit MSCI verbundenen Unternehmen und andere an der Zusammenstellung, Berechnung und Erstellung der MSCI-Daten Beteiligte in keiner Weise für direkte, indirekte besondere, mit Entschädigungszahlungen verbundene sowie andere Schäden und Folgeschäden (einschließlich entgangener Gewinne), selbst wenn sie zuvor über die Möglichkeit entsprechender Forderungen aufmerksam gemacht wurden. Die MSCI-Daten dürfen ohne ausdrückliche schriftliche Genehmigung nicht weitergegeben oder weiterverbreitet werden.

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 kann.

© AXA Investment Managers 2020. Alle Rechte vorbehalten.

AXA Investment Managers SA

Tour Majunga – La Défense 9 – 6 place de la Pyramide 92800 Puteaux – France
Registered with the Nanterre Trade and Companies Register under number 393 051 826