

Notenbanken schlafen nie

Monatliche Investmentstrategie

Nichts ist so alt wie die Ideen von gestern

In der zweiten Jahreshälfte 2020 konnten die Notenbanken durchaus glauben, alles getan zu haben, was die Pandemie von ihnen verlangte. Die Fed kauft regelmäßig große Mengen an Anleihen und hat sich mit ihrer neuen Steuerung der „Durchschnittsinflation“ für eine auf absehbare Zeit extrem lockere Geldpolitik entschieden, bei der sie ein Überschießen der Inflation toleriert. Die Europäische Zentralbank hat im Dezember mitgeteilt, dass sie ihr Pandemie-Kaufprogramm PEPP „mindestens“ bis März 2022 fortsetzt, mit einem um „mindestens“ 500 Milliarden Euro höheren Volumen als geplant. Unumwunden gab sie zu, dass sie durch niedrige Finanzierungskosten eine expansive Fiskalpolitik erleichtern wolle.

Seit Ende 2020 haben sich die Konjunkturaussichten verschlechtert. Von Ausnahmen abgesehen, begannen die Impfungen äußerst schleppend, und die Nachrichten über Produktionsengpässe mehren sich. Von einer Herdenimmunität sind wir noch weit entfernt, viel weiter als bislang gehofft. Das bestätigt uns in der Befürchtung, dass wir bis zur vollständigen Normalisierung unseres Lebens wohl bis zum Sommer warten müssen, zumal zur hartnäckigen Winterwelle der Pandemie verschiedene Mutationen hinzukommen. Sicher haben wir gelernt, mit dem Virus zu leben, und in den meisten Industrieländern hat sich das BIP wohl besser gehalten als erwartet. Dennoch dürfte die erste Jahreshälfte 2021 sehr herausfordernd werden. Bis zum Ende der Lockdowns wird es noch dauern.

In solchen Zeiten verlangen die Märkte meist noch mehr Notenbankhilfen. Paradoxerweise haben Anleger aber Zweifel, ob die Fed ihre Maßnahmen im bisherigen Umfang beibehalten kann. Befürchtet wird ein unerwartet frühes Tapering, wenn auch nicht vor Ende 2021. Das hat natürlich viel mit den großen Konjunkturprogrammen zu tun, die der neue Präsident Biden einbringen will, seit er sich auch im Senat seiner knappen Mehrheit sicher ist. Man sollte das Inflationsrisiko aber nicht überschätzen: Zusammen mit den 900 Milliarden US-Dollar aus dem Dezember bewirkt Bidens 1,9-Billionen-Dollar-Paket einen Fiskalimpuls von 2,8 Billionen US-Dollar – was kaum mehr wäre als die 2,5 Billionen US-Dollar aus dem Vorjahr, die weitgehend verbraucht sind. Da Bidens Paket auf der Suche nach einem Kompromiss im Kongress wohl schrumpft, könnte die Fiskalpolitik 2021 sogar weniger expansiv werden als im Vorjahr. Entscheidend für das BIP ist nämlich nicht das Absolutvolumen der Konjunkturprogramme, sondern ihre Veränderung. Corona dürfte die Konjunktur 2021 aber nicht so stark bremsen wie letztes Jahr, sodass die US-Wirtschaft auch bei einer weniger expansiven Fiskalpolitik vermutlich stärker sein wird als 2020. Wenn die neue US-Administration aber auf Nummer sicher geht und eine noch expansivere Fiskalpolitik anstrebt, wäre das sicher kein Fehler. Natürlich wird die Inflation steigen, da einige Basiseffekte wegfallen, etwa beim Öl. Dennoch gibt es wohl noch immer ausreichend Überkapazitäten, um einen endogenen Anstieg der Kernrate zu verhindern.

Auch ohne eine wesentlich höhere Teuerung dürfte man an den Märkten Notiz davon nehmen, dass Bidens Plan hohe Staatsanleihenemissionen erfordert. Das könnte die Fed in Bedrängnis bringen. Kurzfristig ist zwar nicht mit einem Tapering zu

Im Überblick

- Corona und der langsame Impfstart könnten weitere Notenbankhilfen nötig machen.
- Das geplante US-Konjunkturpaket hilft weniger, als es auf den ersten Blick scheint.
- Auch wenn die Fed die Geldpolitik so bald nicht strafft, könnte sie die Laufzeitenstruktur ihrer Anleihenkäufe anpassen müssen.
- Die EZB muss ihren Ansatz besser kommunizieren.
- Die steigenden Gewinnerwartungen und die anhaltend niedrigen Realrenditen sprechen für risikoreichere Titel.
- Mittelfristig könnten steigende risikolose Zinsen der Performance schaden.
- Die Konjunkturerholung nach Corona dürfte die Märkte einstweilen stützen.

rechnen, doch niemand in der Notenbank denkt auch nur im Entferntesten daran, das Quantitative Easing aufzustocken, um mehr Staatsanleihen kaufen zu können. Bereits das absehbar höhere Angebot bei gleichbleibender Nachfrage könnte den jüngsten Anstieg der Langfristrenditen rechtfertigen. Flexibel bleibt die Fed aber bei der Laufzeitenstruktur ihrer Käufe: Sie könnte dieses Jahr durchaus länger laufende Titel kaufen, wenn die neue Finanzministerin Janet Yellen sie emittiert.

Die EZB sollte es leichter haben, zumal sie klar gemacht hat, dass sie Ausmaß und Struktur ihrer Anleihenkäufe anpassen werde, um eine Straffung der Finanzbedingungen im Keim zu ersticken. Vielleicht hat sie aber am 21. Januar einen Kommunikationsfehler gemacht. Die EZB sagt zwar, dass sie die „Finanzbedingungen“ stabilisieren wolle – doch auf der letzten Pressekonferenz äußerte sich Christine Lagarde – verständlicherweise – nur sehr nebulös dazu, wie man dies messen könne. Der Markt hat das aber nicht gut aufgenommen, auch wenn der Verzicht auf klare Festlegungen grundsätzlich sinnvoll ist; die Macht einer Notenbank beruht auch darauf, dass sie Investoren, die gegen sie spekulieren wollen, im Unklaren lässt. Mario Draghi hätte die Frage vermutlich einfach abgetan, etwa mit: „Sie werden schon sehen, was das richtige Niveau ist. Wir werden etwas tun, und Sie können sich sicher sein, dass es reicht.“ Jetzt ist der Eindruck entstanden, als wolle die EZB auf einer Tagung im März einen Kriterienkatalog erarbeiten. Die EZB-Strategie, die noch im Dezember so klar schien, wird erneut modifiziert.

Solche Entwicklungen in den USA und Europa kommen zum falschen Zeitpunkt. Die Notenbanken müssen für Klarheit und Sicherheit sorgen, da Corona wieder stark verunsichert.

Renditen und Gewinne bestimmen den Markt

Die niedrigeren Realzinsen und die steigenden Gewinnerwartungen waren entscheidend für die gute Entwicklung internationaler Aktien. Zurzeit ist die Lage stabil, auch wenn man einen weiteren Renditeanstieg fürchtet. Mit zurzeit -1% ist die Realrendite zehnjähriger inflationsindexierter US-Staatsanleihen niedrig wieselten. Die Konsenserwartungen für die Entwicklung des S&P 500 in den nächsten zwölf Monaten liegen zurzeit im 97. Perzentil der Prognosen der letzten 20 Jahre. Seit dem Tiefpunkt internationaler Aktien im März sind die Realrenditen um 75 Basispunkte gefallen, und die Konsenserwartungen für den Gewinnanstieg in den nächsten zwölf Monaten sind von 0% auf über 20% gestiegen. Grund für diesen Optimismus ist die Hoffnung auf einen Weltwirtschaftsaufschwung, sobald die Bewegungseinschränkungen aufgehoben werden. Der Zinsoptimismus stützt sich darauf, dass die Notenbanken die nominalen Langfristrenditen niedrig halten können, wenn sie nur wollen.

Allerdings kann es sein, dass sich die Rahmenbedingungen nicht mehr wesentlich verbessern, die Gewinnerwartungen nicht mehr so stark steigen und die Realrenditen nicht mehr weiter fallen – oder sich beides sogar umkehrt. Die Märkte könnten dann anfälliger für wirtschaftliche und politische Schocks werden, und auch eine Korrektur, der nach weitverbreiteter Einschätzung viel zu hohen Bewertungen scheint dann vorstellbar. Sowohl Aktien- als auch Anleiheninvestoren müssen genau auf den US-Staatsanleihenmarkt achten, auf die Auswirkungen des höheren Angebots auf die Kurse und auf die Bereitschaft der Fed, einen Renditeanstieg zu dämpfen. Und doch kann das Umfeld für risikobehaftete Wertpapiere noch eine Zeitlang gut bleiben. Die US-Unternehmenszahlen im 4. Quartal waren oft überraschend gut, Umsätze wie Gewinne. Viel spricht deshalb dafür, dass auch 2021 und danach die Gewinnerwartungen eintreten. Außerdem sind die Realrenditen noch immer extrem niedrig. Vor den letzten beiden großen Aktienbaissen des 21. Jahrhunderts waren die Realrenditen um 300 bis 500 Basispunkte höher als heute.

Die Kombination aus Liquidität und Konjunkturoptimismus bei niedrigen „risikolosen“ Realrenditen dürfte Umschichtungen in Anlagen mit hohem Beta begünstigen. Die risikoadjustierte Performance von Assetklassen wie High Yield, Leveraged Loans, Wandelanleihen, Small Caps und Emerging-Market-Titeln ist seit Langem gut. Solche Assetklassen gelten meist als volatil, stellen bei einer wachsenden Wirtschaft aber auch überdurchschnittliche Erträge in Aussicht, gerade wenn die Geldpolitik locker ist. Allerdings waren sie recht schwach, als die Fed 2017/18 letztmals die Geldpolitik straffte und als letztes Jahr der Coronaschock die Wirtschaft traf. Seitdem waren die Erträge aber gut, und der Bedarf an Rendite und diversifizierteren Erträgen dürfte diese Assetklassen auch weiterhin stützen.

Sie sind allerdings hoch bewertet. Wenn die Staatsanleihenrenditen aufgrund von mehr Wirtschaftswachstum, mehr Inflation und einer weniger expansiven Fed steigen, dürften alle Märkte darauf reagieren. Ausgerechnet höheres Wachstum würde dann zu niedrigeren Erträgen führen, da die Anleihenrenditen und die Dividendenrenditen von Aktien konvergieren könnten. Aber so weit sind wir noch nicht. Noch warten die Investoren auf Herdenimmunität durch Impfungen.

[Hier können Sie die komplette Januar-Ausgabe der Investmentstrategie \(auf Englisch\) herunterladen.](#)

Unsere Sicht auf Anlageklassen

Asset-Allokation	
Wichtigste Assetklassen	
Aktien	Positiv
Anleihen	Neutral (Verringerung)
Rohstoffe	Positiv
Kasse	Negativ
Aktien	
Industrielländer	
Euroraum	Neutral
Großbritannien	Neutral
Schweiz	Neutral
USA	Neutral
Japan	Neutral
Emerging Markets und Sektoren	
Emerging Markets	Positiv
Grüne Anleihen	Positiv (Anhebung)
Europäische Zykliker/Substanzwerte	Positiv (Anhebung)
US-Small-Caps	Neutral
US-Zykliker/Substanzwerte	Positiv (Anhebung)
Halbleiter Welt	Positiv (Anhebung)
Anleihen	
Staatsanleihen	
Kerneuropa	Neutral
Peripherieländer Europa	Neutral
Großbritannien	Neutral
USA	Neutral (Verringerung)
Inflationsindexierte Anleihen	
US-Dollar	Neutral
Euro	Neutral
Unternehmensanleihen	
Investmentgrade Euro	Neutral (Verringerung)
Investmentgrade US-Dollar	Neutral (Verringerung)
High Yield Euro	Neutral
High Yield US-Dollar	Neutral
Emerging-Market-Anleihen	
Emerging-Market-Anleihen	Neutral
Legende	Negativ Neutral Positiv
	Letzte Änderung ▲ Anhebung ▼ Verringerung

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 27. Januar 2021

Konjunkturprognosen im Überblick

Jahresprognosen BIP (%)	2020	2021*		2022*	
	AXA IM	AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens
Welt	-3,8	5,2		4,0	
Industrieländer	-5,6	4,9		3,4	
USA	-3,4	6,0	3,7	3,7	
Euroraum	-7,1	3,1	5,3	3,5	
Deutschland	-5,3	2,4	4,4	3,1	
Frankreich	-9,0	4,4	6,7	3,7	
Italien	-8,8	3,5	5,3	3,8	
Spanien	-11,0	4,4	6,7	4,2	
Japan	-5,5	2,3	2,5	2,4	
Großbritannien	-10,0	4,3	5,7	7,5	
Schweiz	-4,8	2,5	3,7	3,0	
Emerging Markets	-2,7	5,4		4,5	
Asien	-1,4	7,1		5,1	
China	2,3	8,0	7,9	5,5	
Südkorea	-0,8	3,5	3,2	3,0	
Sonstiges Asien	-6,0	6,4		4,7	
Lateinamerika	-7,5	3,3		2,8	
Brasilien	-4,0	2,7	3,2	2,3	
Mexiko	-8,6	2,7	3,7	2,5	
Europa	-2,6	2,7		3,6	
Russland	-2,8	1,5	3,1	2,5	
Polen	-2,7	3,1	4,2	4,6	
Türkei	0,6	3,5	4,6	4,6	
Sonstige Emerging Markets	-3,7	3,3		4,1	

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 27. Januar 2021

* Prognose

Jahresprognosen Inflation (%)	2020	2021*		2022*	
	AXA IM	AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens
Industrieländer	0,8	1,2		1,3	
USA	1,4	1,7	2,0	2,0	
Euroraum	0,2	0,7	0,9	1,0	
Japan	0,0	-0,3	0,0	0,6	
Großbritannien	0,8	1,8	1,5	1,5	
Schweiz	-0,7	0,0	0,2	0,2	

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 27. Januar 2021

* Prognose

Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

Zentralbankprognosen

Zentralbankpolitik						
Sitzungen und erwartete Änderungen (Zinsen in Bp./QE in Mrd.)						
		Aktuell	1. Quartal 2021	2. Quartal 2021	3. Quartal 2021	4. Quartal 2021
USA (Fed)	Datum	0–0,25	26.–27. Jan. 16.–17. März	27.–28. Apr. 15.–16. Juni	27.–28. Juli 21.–22. Sep.	2.–3. Nov. 14.–15. Dez.
	Leitzins		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	21. Jan. 11. März	22. Apr. 10. Juni	22. Juli 9. Sep.	28. Okt. 16. Dez.
	Leitzins		k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)
Japan (BoJ)	Datum	-0,10	20.–21. Jan. 18.–19. März	26.–27. Apr. 17.–18. Juni	15.–16. Juli 21.–22. Sep.	27.–28. Nov. 16.–17. Dez.
	Leitzins		k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)
Großbritannien (BoE)	Datum	0,10	4. Feb. 18. März	6. Mai 24. Juni	5. Aug. 23. Sep.	4. Nov. 16. Dez.
	Leitzins		k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 27. Januar 2021

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