

Süchtig nach Staatshilfen

Monatliche Investmentstrategie

Zweifel an neuen Konjunkturprogrammen

Für das 4. Quartal hatten wir eine schwächere Weltwirtschaft erwartet, doch jetzt geben die Zahlen schon Ende des 3. Quartals nach. Nach der ersten Erholung im späten Frühjahr hat sich die Beschäftigungssituation in den USA wieder verschlechtert. Einstweilen scheint dies den Konsum zwar nicht zu dämpfen – im September waren die Einzelhandelsumsätze gut –, aber so wird es kaum bleiben. In Europa sind die Erwartungskomponenten der Geschäftsklimaindizes schon gefallen, und das Verbrauchervertrauen zeigt noch immer eine hohe Sparneigung an. Besondere Sorgen macht uns, dass all dies schon passierte, bevor das Wirtschaftsleben aufgrund des Wiederaufflammens der Pandemie erneut stark eingeschränkt wurde.

Die Märkte haben den Konjunkturreinbruch in diesem Jahr weitgehend ignoriert, da Regierungen und Notenbanken rasch diverse Konjunkturprogramme auflegten. Doch jetzt reagiert die US-Fiskalpolitik langsam. Da die Staatshilfen allmählich aufhören zu wirken, dürften die Haushaltseinkommen in den nächsten Monaten weiter nachgeben – es sei denn, es folgen neue Programme.

Die politische Lage spricht zurzeit aber nicht unbedingt für ein neues Konjunkturpaket. Joe Bidens Vorsprung scheint deutlich und stabil, und immer mehr deutet darauf hin, dass die Demokraten auch den Senat gewinnen könnten. Vielleicht warten sie erst einmal ab, bis sie nicht nur den Präsidenten stellen, sondern auch die Mehrheit in beiden Kongresskammern haben. Dann könnten sie ein Konjunkturprogramm ganz nach ihrem Geschmack auflegen, ohne Kompromisse mit den Republikanern. Die republikanischen Senatoren könnten unterdessen denken, dass Trump die Wahlen so oder so verliert, mit oder ohne neues Konjunkturprogramm. Sie könnten sich dann für die reine Lehre entscheiden und Bidens Konzept nach den Wahlen ablehnen.

Bei Redaktionsschluss war noch unklar, ob vor den Wahlen überhaupt noch etwas gelingen kann. Selbst wenn ein neues Paket den Kongress rechtzeitig passiert, ändert das nichts daran, dass viel Zeit verschwendet wurde und es daher anders als frühere Programme kaum noch für ein besseres Geschäftsklima sorgen kann. Am Markt hat man die Hoffnung aber noch nicht ganz aufgegeben: Statt sich wegen Joe Bidens geplanter Steuererhöhungen zu sorgen, hofft man jetzt, dass er seine Präsidentschaft mit einem starken fiskalischen Impuls beginnt – vor allem, wenn die Demokraten auch beide Kongresskammern gewinnen.

Bei einem solchen Konjunkturpaket wäre die Fed aber wohl weniger bereit, ihr Quantitative Easing noch lange im derzeitigen Umfang fortzusetzen. Auch die neue Steuerung der Durchschnittsinflation könnte gegen weitere Nothilfen sprechen. Wenn die Fed ein Überschießen der Inflation zulässt, kann sich die Wirtschaft in Zukunft eine Zeitlang überhitzen, ohne dass höhere Leitzinsen drohen. Kurzfristig muss das neue Konzept nicht unbedingt viel bewirken. An den Aktien- und Credit-Märkten muss man abschätzen, ob die positiven Effekte einer expansiveren Fiskalpolitik oder die negativen der demnächst wohl höheren risikolosen Langfristzinsen schwerer wiegen.

Im Überblick

- Die Konjunktur gibt stärker nach, als von uns erwartet. Mehr Konjunkturprogramme sind nötig, aber die Politik steht im Weg. Emerging-Market-Länder, die schon vor COVID-19 Probleme hatten, können ebenfalls nur wenig tun.
- Die Hilfsprogramme im Frühjahr waren der einfache Teil. Die wahren Schwierigkeiten beginnen jetzt.
- Zykliker könnten noch aufholen.
- Chinesische Aktien und Wachstumswerte liegen weiter vorn.

Im Euroraum hängen die Staatshilfen nicht so sehr von der Politik ab. Da die zweite Pandemiewelle unerwartet früh kam und der Wirtschaft damit nicht viel Zeit für eine Erholung blieb, dürften die Regierungen die Hilfsprogramme aus dem Frühjahr verlängern, als Ergänzung zu den für 2021 und 2022 in vielen EU-Staaten geplanten mittelfristigen Maßnahmen. Wenn dann noch die ersten Anleihen des europäischen Wiederaufbaufonds hinzukommen, dürfte die Europäische Zentralbank (EZB) zu einer Verlängerung ihres Pandemienotfallprogramms (PEPP) gezwungen sein. Im Dezember wird sie das wohl offiziell bekannt geben. Dies dürfte zwar den Spreadanstieg begrenzen, doch haben die EZB-Maßnahmen in diesem Jahr bislang noch nicht für niedrigere Zinsen für Haushalte und Unternehmen gesorgt. Über die traditionellen Kanäle kann die Geldpolitik die Realwirtschaft also nur begrenzt erreichen, auch wenn neue und vielleicht noch großzügigere langfristige Refinanzierungsgeschäfte (TLTROs) eine willkommene Ergänzung zur PEPP-Verlängerung zum Jahresende wären.

In den Schwellenländern ist es noch schwieriger. Hier sind die Notenbanken zunächst dem Beispiel der Industrieländernotebanken gefolgt und reagierten auf die Krise sofort mit weitreichenden Konjunkturmaßnahmen. Bisweilen waren sie sogar erstmals zum Quantitative Easing bereit, etwa in Brasilien. Doch je länger die Pandemie dauert, desto schwieriger ist dies durchzuhalten – vor allem, wenn die Fundamentaldaten schon vor der Coronakrise schwach waren und sich das Vertrauen in die Notenbanken ohnehin in Grenzen hält. Große Sorgen macht uns hier die Türkei. Obwohl die türkische Notenbank ihren Leitzins im September endlich um 200 Basispunkte angehoben hat, wertete die Lira weiter ab. Jetzt wird die Geldpolitik – indirekt – weiter gestrafft, beispielsweise durch höhere Einlagensätze. Den Märkten scheint das aber noch nicht zu reichen.

Die Entscheider wurden – unserer Ansicht nach zu Recht – während der ersten Pandemiewelle für ihre Entschlossenheit gelobt. Doch jetzt scheint es, als seien die Konjunkturprogramme aus dem Frühjahr die leichtere Übung gewesen. Die wahren Schwierigkeiten kommen erst jetzt.

Was bringt die Zukunft?

Nach dem Einbruch im 1. Quartal haben sich die Märkte aus zwei Gründen erholt: erstens wegen der Konjunkturprogramme und zweitens wegen der (berechtigten) Hoffnungen auf eine Konjunkturerholung. Den Daten zufolge dämpft die Pandemie das Wachstum jetzt wieder, aber diesmal haben Geld- und Fiskalpolitik zumindest kurzfristig weniger Möglichkeiten. Ist deshalb mit einer Korrektur der Aktienmärkte und neuen Allzeittiefs der Anleiherenditen zu rechnen? Die trotz unruhiger Zeiten hohen Bewertungen risikobehafteter Assetklassen haben manche Anleger dieses Jahr irritiert. Jetzt sorgen die Pandemie, die politische Lage in den USA und der Brexit wieder für neue Risiken. Kurzfristige Kursschwankungen kämen daher nicht überraschend. Schutz vor Volatilität boten in diesem Jahr aber kurz laufende Anleihen.

Man sollte sich nicht nur von kurzfristigen Risiken leiten lassen. Ebenso wichtig ist, wie man mittelfristig Erträge erzielen kann. Mit Kurzläufern geht das sicherlich nicht, und vielleicht verlieren sichere Häfen aufgrund der weiteren Entwicklung ohnehin an Bedeutung. Wie wir geschrieben haben, ist in den USA bei einem überzeugenden Sieg der Demokraten durchaus mit einem positiven Fiskalimpuls zu rechnen, und auch in Europa müssen die Staatsausgaben im neuen Jahr erhöht werden. Die Zinsen werden niedrig bleiben. Auch dürften wir in Zukunft besser mit Corona fertigwerden, vor allem, wenn nächstes Jahr Impfstoffe und Virenhemmer für den breiten Einsatz zur Verfügung stehen. All dies dürfte Anleger wieder mehr für risikobehaftete Titel einnehmen. Die jüngsten chinesischen Wachstumszahlen könnten ein Vorbote dessen sein, was auch in anderen Weltregionen möglich ist, falls die Infektionen abnehmen und in den nächsten sechs Monaten niedrig bleiben.

Der chinesische Aktienmarkt war dieses Jahr einer der stärksten, neben der NASDAQ und anderen Indizes für US-Wachstumswerte. Diese Märkte gaben im 1. Quartal weniger stark nach und haben danach am stärksten zugelegt. Ganz anders sieht es in Japan, in Europa und bei Small Caps aus: Hier waren die Verluste im 1. Quartal größer und die Erholungen längst nicht so ausgeprägt. Offensichtlich ist die chinesische Wirtschaft sehr stabil, und das Land hat die Pandemie erfolgreich eingedämmt. Die Performance amerikanischer Aktien war hingegen von Internetfirmen und ausgewählten Konsumverbrauchsgütertiteln dominiert. Der NYFANG-Index ist in diesem Jahr um 80% gestiegen, der S&P 500 Composite Total Return Index hingegen nur um 9,4%. Der gleichgewichtete S&P Index bewegte sich seitwärts.

Der Konjunkturausblick bleibt unsicher. In den USA scheinen die Unternehmensgewinne im 3. Quartal zwar höher zu sein als erwartet, doch bleiben die Konsenserwartungen für 2021 in den USA wie in Europa hinter den Prognosen vom Jahresende 2019 zurück. Außerdem sind die langfristigen Anleiherenditen noch immer nicht erkennbar gestiegen, obwohl die Break-even-Inflation allmählich zunimmt. Die Aktienmärkte werden nach wie vor nur von wenigen Titeln getragen. Im neuen Jahr könnten Zykliker aufholen, doch einstweilen dominieren wohl noch Wachstumswerte. Längerfristige, teilweise disruptive Entwicklungen sprechen für amerikanische Technologieunternehmen. Auch China verspricht Wachstum. Das BIP wächst hier fast wieder so stark wie vor der Pandemie, und chinesische Technologieaktien könnten ihre amerikanischen Pendanten durchaus hinter sich

lassen. Eines der wichtigsten Investmentthemen der kommenden Jahre wird sein, was eine mögliche Biden-Administration für große amerikanische Technologiekonzerne und für China bedeutet.

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

Konjunkturprognosen im Überblick

Jahresprognosen BIP (%)	2019	2020*		2021*	
	AXA IM	AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens
Welt	2,9	-4,2		5,4	
Industrieländer	1,7	-6,2		4,6	
USA	2,3	-4,2	-5,2	4,5	4,0
Euroraum	1,3	-7,5	-7,9	4,0	5,7
Deutschland	0,6	-5,3	-6,1	4,0	4,7
Frankreich	1,3	-9,5	-9,6	5,0	7,2
Italien	0,3	-9,6	-10,2	3,7	5,7
Spanien	2,0	-11,8	-11,7	4,2	6,9
Japan	0,7	-5,8	-5,3	3,1	2,5
Großbritannien	1,4	-10,3	-9,9	5,5	6,4
Schweiz	0,9	-5,5	-5,6	4,0	4,4
Emerging Markets	3,6	-3,1		5,8	
Asien	5,2	-1,2		7,4	
China	6,1	2,3	2,1	8,0	7,8
Südkorea	2,0	-2,8	-1,1	4,5	3,3
Sonstiges Asien	4,4	-5,2		7,0	
Lateinamerika	0,1	-6,5		6,5	
Brasilien	1,1	-7,4	-6,2	8,3	3,2
Mexiko	-0,1	-6,8	-9,6	7,0	3,6
Europa	2,1	-6,6		5,7	
Russland	1,3	-6,1	-5,1	3,7	3,4
Polen	4,1	-5,0	-4,1	5,4	4,5
Türkei	0,9	-5,6	-4,4	6,5	5,2
Sonstige Emerging Markets	1,5	-4,2		3,3	

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 21. Oktober 2020

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 21. Oktober 2020

* Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

Zentralbankprognosen

Zentralbankpolitik						
Sitzungen und erwartete Änderungen (Zinsen in Bp./QE in Mrd.)						
		Aktuell	4. Quartal 2020	1. Quartal 2021	2. Quartal 2021	3. Quartal 2021
USA (Fed)	Datum	0–0,25	4.–5. Nov. 15.–16. Dez.	26.–27. Jan. 16.–17. März	27.–28. April 15.–16. Juni	27.–28. Juli 21.–22. Sep.
	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	29. Okt. 10. Dez.	21. Jan. 11. März	22. April 10. Juni	22. Juli 9. Sep.
	Leitzins		k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)
Japan (BoJ)	Datum	-0,10	28.–29. Okt. 17.–18. Dez.	20.–21. Jan. 18.–19. März	26.–27. April 17.–18. Juni	15.–16. Juli 21.–22. Sep.
	Leitzins		k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)
Großbritannien (BoE)	Datum	0,10	5. Nov. 17. Dez.	4. Feb. 18. März	6. Mai 24. Juni	5. Aug. 23. Sep.
	Leitzins		k.Ä. (0,10)	k.Ä. (0,10)	k.Ä. (0,10)	k.Ä. (0,10)

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 21 Oktober 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