

# Überhitzungssorgen – schon jetzt

## Monatliche Investmentstrategie

### Vom Zusammenbruch bis zur Überhitzung in 18 Monaten

In den USA wird darüber diskutiert, ob Bidens Konjunkturpaket, das vor allem etwas gegen die irritierende Arbeitsmarktschwäche ausrichten soll, zu groß sein könnte. Wird es vielleicht dazu führen, dass sich die US-Wirtschaft bis zum Jahresende überhitzt, nur 18 Monate nach dem tiefen Einbruch im Frühjahr 2020? Ausgeschlossen ist das nicht.

Im 4. Quartal 2020 lag das US-BIP 950 Milliarden US-Dollar unter dem Potenzial des 4. Quartals 2021, schätzt das Congressional Budget Office. Bei einem Multiplikator von 0,5 würde das 1,9-Billionen-Dollar-Paket selbst ohne „spontanes“ Wachstum nach dem Neustart der Wirtschaft reichen, damit sich die Output-Lücke vollständig schließt – und 0,5 ist eine sehr konservative Schätzung. Zwar halten wir noch immer gewisse Kompromisse für nötig, um das Paket durch den Kongress zu bringen, doch einstweilen scheinen selbst die gemäßigten Demokraten mitzuziehen. Am Ende könnte das Volumen am oberen Rand der Schätzungen liegen.

Es ist keineswegs ausgemacht, dass die Teuerung dann dauerhaft steigt. In den zwei Jahren vor der Pandemie war die Outputlücke positiv; die US-Wirtschaft war also mehr als ausgelastet. Und doch hat die Inflation den Zielwert der Fed nicht erreicht. Ohnehin könnte das Biden'sche Konjunkturpaket schnell verpuffen. Die meisten Maßnahmen sind nur vorübergehend, und ein Teil der Ausgaben wird zwangsläufig wegfallen, wenn sich die Konjunktur stabilisiert – etwa das höhere Arbeitslosengeld. Vieles bleibt unsicher, und adaptive Erwartungen ändern sich nur langsam. Aufgrund von Basiseffekten wird die US-Inflation in den nächsten Monaten zwar wieder steigen. Aber hat die höhere Teuerung auch fundamentale Ursachen?

Am Markt geht man ohnehin auf Nummer sicher. Weil die Inflationserwartungen trotz allem gestiegen sind, haben auch die Langfristrenditen zugelegt. Einstweilen scheint die Fed nichts dagegen zu haben, macht es sie doch glaubwürdiger. Schließlich hat sie klar gesagt, dass sie ein Überschießen der Inflation tolerieren will. Allerdings sind auch die Realrenditen gestiegen, und das ist problematischer. Absolut gesehen sind sie mit etwa -80 Basispunkten noch immer sehr niedrig, und die Fed hat noch einen gewissen Spielraum. Wenn sich die Realrenditen aber zu schnell in Richtung null bewegen, wird Notenbankchef Powell unter einen gewissen Handlungsdruck geraten. Wahrscheinlich wird er dann bei seinen Wertpapierkäufen auf längere Laufzeiten setzen, damit die Assetpreise nicht auf breiter Front fallen. Das würde nämlich den Aufschwung bremsen, so wichtig wie Vermögenseffekte in den USA sind. Allerdings könnten sie Nominalrenditen durchaus weiter zulegen.

### Im Überblick

- Bidens Konjunkturprogramm könnte die US-Outputlücke bis Ende 2021 schließen.
- Vielleicht steigt die Inflation nicht dauerhaft, aber am Markt geht man auf Nummer sicher. Die Langfristrenditen legen bereits zu.
- Die EZB stemmt sich mit Worten gegen ein Übergreifen des Realzinsanstiegs in den USA. Aber jetzt müssen Taten folgen.
- Ein weiterer Renditeanstieg wird für manche Anleiheninvestoren interessant sein.
- Aktien könnten nach der Anleihenmarktkorrektur wieder steigen, zumal sich die Unternehmensgewinne weiter erholen.

Unter größerem kurzfristigem Druck steht die Europäische Zentralbank (EZB). Auch im Euroraum haben die Realrenditen zu steigen begonnen, auch wenn es dafür längst nicht so gute Gründe gibt wie in den USA: Die europäischen Konjunkturindikatoren sind bestenfalls mittelmäßig, und es wird langsamer geimpft. Beides spricht dafür, dass sich der Euroraum von den USA entkoppelt. Die EZB hat klar gesagt, dass sie auch weiter für lockere Finanzbedingungen sorgen will, und dem Protokoll der letzten EZB-Ratssitzung zufolge will man die Realzinsen weiter genau im Blick behalten. Am 23. Februar äußerte sich auch Christine Lagarde dazu. Den Worten müssen aber Taten folgen, vielleicht in Form zusätzlicher Wertpapierkäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallkaufprogramms (PEPP).

## **Die Renditen werden den Investmentausblick bestimmen**

Die Investoren sind sich uneins, was die Langfristrenditen in den USA maßgeblich bestimmt. Einige nennen den erwarteten Anstieg des Wirtschaftswachstums und die damit einhergehende höhere Inflation. Andere haben eher die Risiken der Geldpolitik oder die steigenden Haushaltsdefizite im Blick. Deswegen ist die Diskussion so komplex, und entsprechend vielfältig sind die Reaktionen der Anleger. Wenn sie die Renditen verschieden einschätzen und unterschiedliche Auswirkungen auf andere Assetklassen erwarten, werden sie sich auch unterschiedlich verhalten. Zumindest kurzfristig schien der Renditeanstieg auf die meisten Assetklassen aber ähnliche Auswirkungen zu haben.

Manche Investoren könnten versucht sein, die höheren Renditen für Neuanlagen zu nutzen. Die US-Zehnjahresrendite ist zurzeit so hoch wie seit einem Jahr nicht mehr. Abgesichert in Euro, Schweizer Franken oder Yen verdient man sogar so viel wie zuletzt 2014. Die Differenz zwischen den Zehn- und den Zweijahresrenditen ist auf 125 Basispunkte gestiegen und damit ziemlich genau auf den Mittelwert der in der Vergangenheit üblichen Spanne. Carry und Roll-down sind also attraktiv. Wenn viele Investoren – uns eingeschlossen – glauben, dass es bis zu einer nachhaltigen Straffung der Geldpolitik noch dauert, könnte die Nachfrage zum aktuellen Renditeniveau ausreichen, um den Markt zu stabilisieren.

Auffällig ist, wie sehr sich die kurzfristigen Konjunkturaussichten für die USA und Europa unterscheiden. Dies zeigt sich auch in den Zinsabständen, etwa zwischen US-Staatsanleihen und deutschen Bundesanleihen. Das ist aber nichts Neues. Die US-Wirtschaft ist in den letzten zehn Jahren stärker gewachsen, was einer der Gründe für die Straffung der US-Geldpolitik von 2016 bis 2018 ist. Auch wenn wir in nächster Zeit keine Zinserhöhung in den USA erwarten, wird es doch eher so weit sein als in Europa. Auch dürfte die Inflation in den USA etwas höher sein. Die Zinsdifferenz ist also gerechtfertigt, und sie könnte weiter steigen. Für eurobasierte Investoren und Investoren mit anderen Basiswährungen können die höheren US-Renditen also interessant sein, bei Staats- und Unternehmensanleihen gleichermaßen.

Die Fed versichert jedenfalls nach Kräften, dass sie sich im kommenden Konjunkturzyklus anders verhalten wird als 2016 bis 2018 und davor. Damals hat sie den Leitzins um insgesamt 225 Basispunkte angehoben, und das größtenteils, bevor die Inflation auch nur in die Nähe der 2%-Marke kam. Die Anleihenrenditen stiegen auf mehr als 3%, und die Konjunktur ging 2018 und 2019 stark zurück. Das dürfte sich kaum wiederholen. Auffallend ist, dass sich die Leitzinserwartungen kaum verändert haben, obwohl die Zehnjahresrendite dieses Jahr um 40 Basispunkte gestiegen ist und 90 Basispunkte über dem Tiefststand vom letzten Sommer liegt.

Es gibt aber auch eine pessimistische Deutung des Renditeanstiegs in den USA. Wenn nicht gegengesteuert wird, sind höhere Renditen schlecht für verschuldete Unternehmen und könnten die Investitionstätigkeit bremsen. Einige Anleiheninvestoren könnten dann höhere Risikoaufschläge verlangen. Außerdem könnte man Aktien wegen des Renditeanstiegs für überbewertet halten.

Aber zurzeit ist der Konjunkturausblick gut. Die Marktkorrektur hielt sich in Grenzen, und die Notenbanken sind entschlossen, den Aufschwung zu fördern. Warum sollten Aktieninvestoren jetzt verkaufen, nur weil die Renditen etwas gestiegen sind? Dazu wäre schon ein schwächerer Konjunkturausblick nötig, schwächere Gewinnerwartungen oder Zweifel an der finanziellen Stabilität aufgrund der generell hohen Verschuldung.

Ein besserer Konjunkturausblick, eine höhere Inflation und eine unveränderte US-Geldpolitik dürften gut für Credits und Aktien sein, sobald die höheren Renditen in den Kursen berücksichtigt sind. Der Gewinnausblick, die Multiplikatoreffekte des Biden'schen Konjunkturpakets und Umweltschutzprogramme dürften Aktien weiter stützen. Unternehmensanleihen- und Hypothekenrenditen sind bislang kaum gestiegen. Dennoch könnten höhere Renditen nach den sehr hohen Kursgewinnen vorübergehend neue Zweifel an den Bewertungen auslösen und für Spekulationen sorgen. Der Neustart der Wirtschaft, mit dem Aktieninvestoren schon eine Zeitlang rechnen, steht kurz bevor. Ein gewisses Innehalten kann da nicht schaden. Der bisherige Renditeanstieg hat an der recht hohen Attraktivität von Aktien aber bislang kaum etwas geändert.

Noch hat die Straffung der Geldpolitik nicht begonnen – und es bleibt abzuwarten, inwieweit die Inflation wirklich steigt. Die höheren Renditen passen besser zum Konjunkturausblick. Schließlich sind sie gerade einmal wieder so hoch wie vor Corona. Die Vergangenheit lehrt uns, dass Wachstum und Gewinne entscheidend für die Aktionärsanträge sind, und nicht die Anleihenrenditen. Nach dem uneinheitlichen Jahresbeginn 2021 dürfte eine gewisse Stabilisierung daher eine neue Phase höherer Kurse einläuten.

***Hier können Sie die komplette Februar-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			
Grüne Anleihen			
Europäische Zykliker/Substanzwerte			
US-Small-Caps			
US-Zykliker/Substanzwerte			
Halbleiter Welt			

## 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 24. Februar 2021

## Konjunkturprognosen im Überblick

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 24. Februar 2021

\* Prognose

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 24. Februar 2021

\* Prognose

Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

## Zentralbankprognosen

<b>Zentralbankpolitik</b>						
<b>Sitzungen und erwartete Änderungen (Zinsen in Bp./QE in Mrd.)</b>						
		<b>Aktuell</b>	<b>1. Quartal 2021</b>	<b>2. Quartal 2021</b>	<b>3. Quartal 2021</b>	<b>4. Quartal 2021</b>
<b>USA (Fed)</b>	Datum	0–0,25	26.–27. Jan. 16.–17. März	27.–28. April 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)
<b>Euroraum (EZB)</b>	Datum	-0,50	21. Jan. 11. März	22. April 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)
<b>Japan (BoJ)</b>	Datum	-0,10	20.–21. Jan. 18.–19. März	26.–27. April 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)
<b>Großbritannien (BoE)</b>	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 24. Februar 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](http://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