

Negatives Delta

Monatliche Investmentstrategie

Es ist noch nicht vorbei

Entscheidend für den Neustart der Weltwirtschaft war stets, wer den Wettlauf gewinnt: die Impfungen oder die neuen Virusvarianten. Selbst Länder, die schnell impfen, haben bis zum Sommeranfang aber noch keine Herdenimmunität erreicht. Dennoch war der Wunsch, die Kontaktbeschränkungen zu lockern, verständlicherweise groß. In manchen Ländern hat eine überstürzte Normalisierung die Inzidenzen erneut drastisch steigen lassen. Dies gilt vor allem für Großbritannien, das wieder einmal ein Experiment wagt, aus dem andere Industrieländer ihre Schlüsse ziehen können. Obwohl schon über 50% der Bevölkerung doppelt geimpft sind und es klare Anzeichen dafür gibt, dass die Impfungen sehr gut vor einem schweren Verlauf schützen, gerät das Gesundheitssystem zunehmend unter Druck. Den Ernst der Lage zeigt wohl nichts deutlicher als die Warnung der amerikanischen Seuchenschutzbehörde CDC vor Reisen nach Großbritannien – ausgerechnet am „Freedom Day“, dem 19. Juli, als die britische Regierung die meisten noch verbliebenen Schutzmaßnahmen grundsätzlich aufhob. Unabhängig davon scheint auch die für Südeuropa so wichtige Feriensaison gefährdet. Es überrascht nicht, dass der Aktienmarkt darauf reagiert. Die Hoffnung lässt nach, dass sich die Wirtschaft im 2. Halbjahr 2021 wieder ganz normalisiert.

Es gibt aber auch Erfreuliches. In den meisten Industrieländern werden die Belastungen für die Wirtschaft von Coronawelle zu Coronawelle weniger. Viel spricht dafür, dass es diesmal nicht anders sein wird. Eine wichtige Veränderung ist, dass man die Kontaktbeschränkungen immer mehr an den Impfstatus koppelt. Das führt zwar zu diversen rechtlichen und politischen Grauzonen, erlaubt aber vollständig geimpften Menschen ein weitgehend normales Leben. Allgemeine, undifferenzierte Verbote bestimmter Dienstleistungen, deren Anbieter unter der Pandemie extrem gelitten haben, werden dann überflüssig. Frankreich und Italien setzen mit Nachdruck auf dieses Konzept. Eine sehr erfreuliche Nebenwirkung ist, dass viele Menschen, die sich der Impfung bislang verweigerten, jetzt einen Anreiz haben. Die Herdenimmunität kann das nur beschleunigen.

Und doch wird die Delta-Variante der Konjunktur schaden. Die genauen Auswirkungen hängen aber nicht nur vom Staat, sondern auch vom Verhalten der Menschen ab. Eine gewisse Vorsicht auch der vollständig Geimpften dürfte kontaktintensive Aktivitäten weiterhin bremsen. Auch auf der Angebotsseite läuft nicht alles rund – allein schon, weil sich manche Mitarbeiter nach einem Kontakt mit einem Infizierten in Quarantäne begeben müssen. In Großbritannien spürt man dies schon in wichtigen Sektoren wie Einzelhandel und Verkehr. Die wieder steigende Inzidenz führt uns außerdem vor Augen, dass die Impfquoten in vielen Ländern noch immer zu niedrig sind, um eine neue Welle wirklich verhindern zu können. Dies gilt vor allem für viele Entwicklungsländer, aber auch manche Industrienationen wie Japan und Australien. Dies wird die Normalisierung der Weltwirtschaft und damit auch des Welthandels bremsen.

Die Delta-Welle rechtfertigt im Nachhinein die Zurückhaltung der Notenbanken. Dass die Fed trotz der sehr hohen Inflationszahlen der letzten Monate Ruhe bewahrt hat und an der expansiven Geldpolitik festhalten will, ist vollkommen richtig. Zwar könnten Lieferengpässe in manchen Sektoren noch immer für Preisauftrieb sorgen, doch scheint man am Markt allmählich zu verstehen, dass es sich um Einzelfälle handelt. Die Inflation dürfte 2021/2022 einer Parabel folgen und nach dem schnellen

Im Überblick

- Die Delta-Variante bremst den Aufschwung, aber mit jeder neuen Coronawelle sind die wirtschaftlichen Folgen geringer. Diesmal dürfte es nicht anders sein.
- Die Zurückhaltung der Notenbanken trotz hoher Inflationszahlen erweist sich als richtig. Schwieriger ist die Dosierung der Fiskalpolitik.
- Anders als erwartet sind die Renditen im 2. Quartal nicht weiter gestiegen. Dies hatte technische und konjunkturelle Gründe, und auch die Marktstimmung spielte eine Rolle. Bis zum Ende des Sommers dürften die Renditen eher noch weiter fallen, um ab September vielleicht wieder zu steigen.

Anstieg ähnlich schnell wieder zurückgehen. Das war stets unser Basisszenario, und jetzt wird es mehr und mehr zum Konsens. Nach Abschluss ihrer Strategiediskussion dürfte sich die Europäische Zentralbank jetzt – auch bei ihren Äußerungen – stärker an den tatsächlichen Konjunkturdaten orientieren. Sie wird also mit einer Normalisierung der Geldpolitik so lange warten, bis die Kerninflation wirklich langfristig steigt. Früher achtete sie eher auf die Erwartungen und damit auf Prognoseänderungen.

Auf jeden Fall wird die Geldpolitik expansiv bleiben. Die Straffung wird wohl verschoben, was angesichts der Delta-Variante nur gut sein kann. Der Fiskalpolitik fällt es allerdings schwerer, das richtige Maß zu finden. Da der Neustart der Wirtschaft seit dem Frühjahr immer mehr Fahrt aufnimmt, hatten die Regierungen das Ende einiger „Notfallprogramme“ bereits geplant. Sie hatten die Haushaltseinkommen und die Finanzen der Unternehmen in den am stärksten betroffenen Sektoren gestützt. Bei einer teilweisen Normalisierung unseres Lebens, bei der manche Kontaktbeschränkungen in Kraft bleiben, aber die Pauschalverbote aufgehoben werden, könnten die Regierungen von einer erneuten Verlängerung der Programme Abstand nehmen. Auch hier wird es wieder interessant sein, die Lage in Großbritannien zu beobachten. Das britische Kurzarbeitergeld nach deutschem und französischem Vorbild soll auslaufen.

Vorübergehend oder nicht?

Noch immer irritiert der Staatsanleihenmarkt die Anleger. Sie fragen sich, wie sich die Renditen wohl bis zum Jahresende entwickeln werden. Im 2. Quartal 2021 haben sich die Befürchtungen eines weiteren Anstiegs nicht bestätigt. Stattdessen sind die Realrenditen seit Ende März gefallen, und seit Ende April auch die Break-even-Inflation. Der Renditerückgang dürfte den Sommer über anhalten, bis im September einige Entscheidungen anstehen. Die Fed dürfte sich zum Tapering äußern, es stehen Haushaltsbeschlüsse an, und die Schuldenobergrenze muss angehoben werden. In den letzten Monaten des Jahres werden die Renditen daher wohl wieder steigen. Nach unserem Bewertungsmodell liegt die zehnjährige US-Staatsanleihenrendite jetzt um 30 bis 40 Basispunkte unter ihrem fairen Wert. Seit dem 1. Quartal haben viele Faktoren zu ihrem Rückgang beigetragen – Konjunktur, Markttechnik und Marktstimmung. Manche dürften von Dauer sein, andere nicht.

Alles in allem dürften die guten Haushaltsfinanzen und der Nachfragestau bis zum Jahresende für überdurchschnittliches Wachstum sorgen. Die Delta-Variante stört aber den Neustart, wenn auch nicht überall gleich. Länder mit einer hohen Impfquote lassen ihre Ausbreitung zu. Hier ist nur mit geringen wirtschaftlichen Folgen und wenigen neuen Schutzmaßnahmen zu rechnen. Wo aber noch nicht so viel geimpft wurde, könnten strengere Auflagen nötig werden, was der Wirtschaft dann stärker schaden würde. Aber auch Angebotsengpässe stören den Aufschwung, etwa vorübergehende Knappheiten am Arbeitsmarkt sowie Rohstoff- und Halbleiternmangel. Das politische Patt in den USA hat die Hoffnungen auf neue Staatshilfen weiter gedämpft. Nach dem Sommer dürften wir aber klarer sehen, ob ein noch größeres Ausgabenprogramm den Kongress passieren wird.

Das US-Finanzministerium hat seine Guthaben bei der Fed stark verringert, sodass zum Quantitative Easing der Notenbank ein weiterer Liquiditätsimpuls hinzukommt. Durch Reverse-Repo-Geschäfte floss zwar ein Großteil dieser Liquidität wieder an die Fed zurück, doch dürfte sie hier nicht dauerhaft bleiben. Die US-Wirtschaft wird also wohl auch weiterhin großzügig mit Liquidität versorgt werden. Das spricht eher für niedrigere Staatsanleihenrenditen, vielleicht fast bis zum Ende des 3. Quartals. Hinzu kommt, dass die US-Renditen auch währungsgesichert interessant sind und daher ausländische Anleger anlocken dürften. Gegenüber deutschen Bundesanleihen beträgt der Renditevorsprung im Zehnjahresbereich 100 Basispunkte. Auch das dürfte den ganzen Sommer über so bleiben. Das Angebot an US-Staatsanleihen ist hingegen so lange knapp, wie man sich nicht über eine Anhebung der Schuldenobergrenze verständigt hat. Abzüglich der Käufe der Fed beträgt das Nettoangebot null. Bis September wird sich das zwar wohl ändern, aber im Sommer sind nur wenige Papiere auf dem Markt.

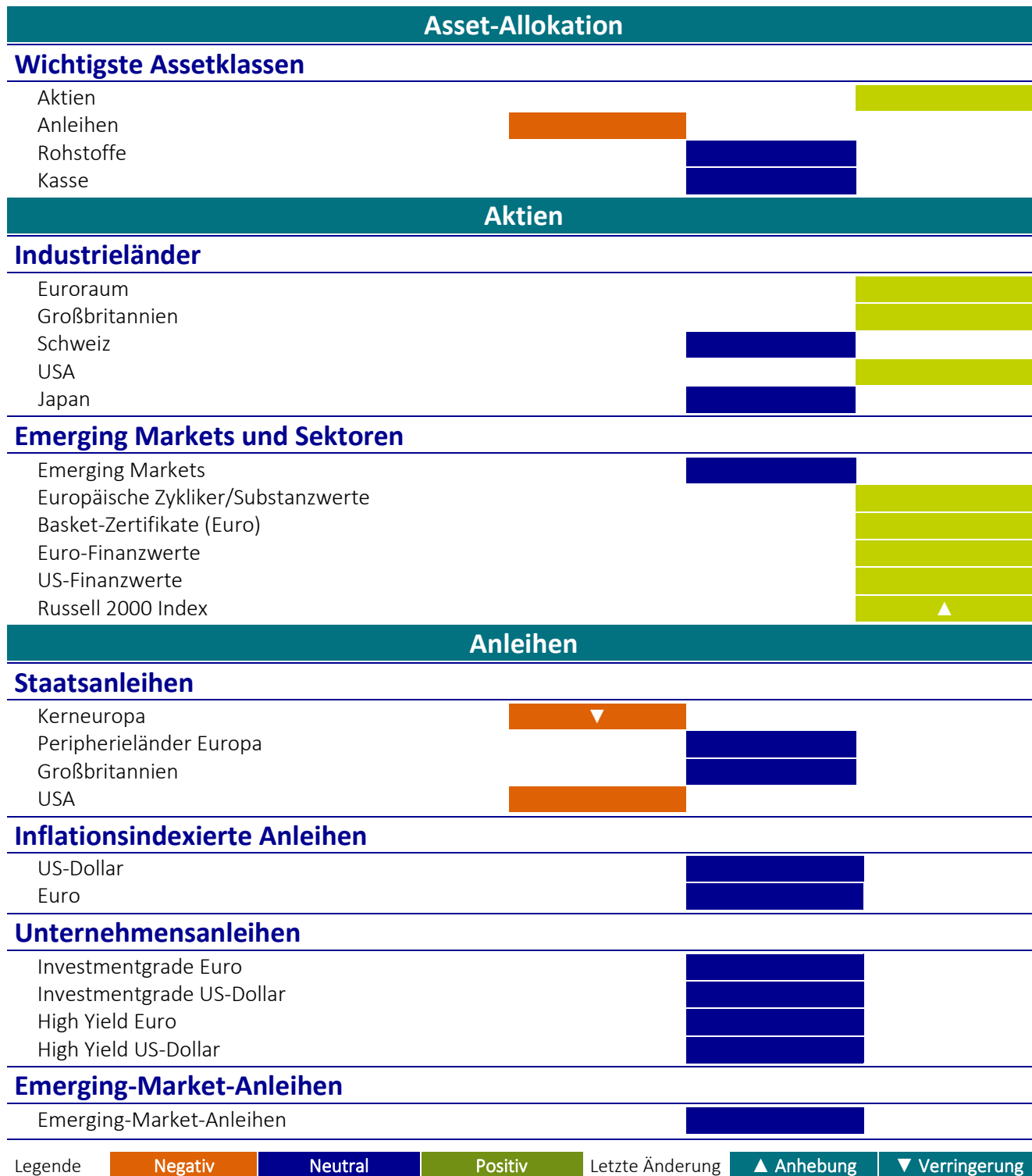
Andererseits sind die Roll-Down-Effekte und Zinsnachteile von Langläufern jetzt nicht mehr so ausgeprägt wie bis zum Beginn des 2. Quartals, als die US-Zinsstrukturkurve sehr steil war. Short-Positionen waren damals uninteressant. Als die Zinsstrukturkurve im 2. Quartal dann deutlich flacher wurde, gingen die Investoren wieder mehr Short-Positionen ein. Jetzt scheinen institutionelle Investoren aber wieder neutral positioniert zu sein; ein Großteil der spekulativen Short-Positionen wurde dem Vernehmen nach eingedeckt, als die US-Staatsanleihenrenditen Anfang Juli weiter fielen. Auch deshalb könnten die Renditen bald wieder steigen. Andererseits könnte der plötzliche Renditerückgang in der ersten Juliwoche den Deckungsgraden von Pensionsfonds geschadet haben. Zur Absicherung könnten sie daher Langläufer gekauft haben.

Trotz mancher Verluste in letzter Zeit haben sich risikobehaftete Titel wegen des Renditerückgangs gut gehalten. Extremrisiken sind zwar nicht ganz auszuschließen, aber alles in allem bleiben wir auch für Credits optimistisch. Die niedrigen Zinsen und die stabilen Unternehmensgewinne sind günstig. Der Verschuldungsgrad der Unternehmen, der Quotient aus Schulden und Gewinnen, könnte aufgrund steigender Gewinne fallen. Wir rechnen auch mit weniger Herabstufungen und gefallenen Engeln. Wahrscheinlicher scheinen uns jetzt Heraufstufungen, was unseren Credit-Portfolios nur guttun kann. Aktien wiederum

profitieren von der Geld- und Fiskalpolitik sowie den optimistischeren Gewinnerwartungen der Analysten für dieses Jahr. Für 2022 ist der Ausblick wegen der Delta-Variante nicht ganz so optimistisch, aber grundsätzlich ebenfalls gut. Die Umschichtungen von Wachstumswerten in Substanzwerte gingen im 2. Quartal zu Ende, da die Realrenditen wieder auf das Niveau von Anfang 2021 fielen. Dennoch glauben wir, dass die Umschichtungen im 4. Quartal weitergehen können, da wir mit steigenden Renditen rechnen.

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

Unsere Sicht auf Anlageklassen



Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 21. Juli 2021

Konjunkturprognosen im Überblick

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 20. Juli 2021

* Prognose

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 20. Juli 2021

* Prognose

Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

Zentralbankprognosen

Zentralbankpolitik						
Sitzungen und erwartete Änderungen (Zinsen in Bp./QE in Mrd.)						
		Aktuell	3. Quartal 2021	4. Quartal 2021	1. Quartal 2022	2. Quartal 2022
USA (Fed)	Datum	0–0,25	27.–28. Juli	2.–3. Nov.	25.–26. Jan.	3.–4. Mai
	Leitzins		21.–22. Sep.	14.–15. Dez.	15.–16. März	14.–15. Juni
			k.Ä. (0–0,25)	k.Ä. (0–0,25)	k.Ä. (0–0,25)	k.Ä. (0–0,25)
Euroraum (EZB)	Datum	-0,5	22. Juli	28. Okt.	20. Jan.	14. April
	Leitzins		9. Sep.	16. Dez.	10. März	9. Juni
			k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)
Japan (BoJ)	Datum	-0,1	15.–16. Juli	27.–28. Nov.	unbestätigt	unbestätigt
	Leitzins		21.–22. Sep.	16.–17. Dez.	unbestätigt	unbestätigt
			k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)
Großbritannien (BoE)	Datum	0,10	5. Aug.	4. Nov.	3. Feb.	5. Mai
	Leitzins		23. Sep.	16. Dez.	17. März	16. Juni
			k.Ä. (0,10)	k.Ä. (0,10)	k.Ä. (0,10)	k.Ä. (0,10)

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 20. Juli 2021

Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

Unsere Analysen finden Sie auf unserer Webseite: <http://www.axa-im.com/en/insights>



Insights Hub

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

www.axa-im.com/insights

Wichtige Hinweise

Dieses Dokument dient nur zur Information. Es ist kein Investmentresearch und keine Finanzanalyse im Zusammenhang mit Transaktionen in Finanzinstrumenten im Sinne von MiFID II (Richtlinie 2014/65/EU). Es ist auch kein Angebot von AXA Investment Managers oder einer Tochtergesellschaft, eine Anlage oder ein Produkt zu kaufen oder eine Leistung in Anspruch zu nehmen. Das Dokument sollte auch nicht als Aufforderung oder Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung, als Empfehlung für eine Anlagestrategie oder als personalisierte Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren angesehen werden.

Dieses Dokument basiert auf Daten, Projektionen, Prognosen, Annahmen und Hypothesen, die subjektiv sind. Analysen und Schlussfolgerungen entsprechen unserem Wissensstand bei Redaktionsschluss.

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.

Alle Informationen in diesem Dokument basieren auf öffentlichen Daten offizieller Herausgeber von Wirtschafts- und Marktstatistikunternehmen. AXA Investment Managers lehnt jegliche Haftung für die Verwendung dieser Informationen und daraus resultierende Folgen ab. Alle Informationen sind, sofern nicht anders angegeben, zum Veröffentlichungszeitpunkt dieses Dokuments aktuell.

Hierin enthaltene Daten, Projektionen, Prognosen, Annahmen, Hypothesen und/oder Einschätzungen sind subjektiv und werden möglicherweise nicht im gesamten Unternehmen und von Tochtergesellschaften genutzt oder geteilt, die auf Grundlage ihrer eigenen Meinungen tätig werden. Jegliche teilweise oder vollständige Vervielfältigung dieser Informationen ist ohne anderslautende Genehmigung von AXA IM untersagt.

Herausgegeben in Großbritannien von AXA Investment Managers UK Limited, einem von der britischen Financial Conduct Authority zugelassenen Unternehmen. Eingetragen in England und Wales unter der Nummer 01431068. Eingetragener Unternehmenssitz: 22 Bishopsgate London EC2N 4BQ.

In anderen Ländern wird dieses Dokument von den jeweiligen Tochtergesellschaften von AXA Investment Managers SA herausgegeben.

© AXA Investment Managers 2021. 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