

Überschwang mäßigen!

Monatliche Investmentstrategie

Tempolimits beachten

Zu gern möchte man glauben, dass sich die Wirtschaft kräftig erholt – und in gewisser Weise stimmt das ja auch. Die Stimmung hat sich aufgehellt. Aber wir hätten nichts dagegen, wenn sich dies auch in harten Zahlen widerspiegelte. Noch immer halten wir es trotz mancher Besserungszeichen für keineswegs ausgemacht, dass das Weltwirtschaftswachstum in diesem Jahr über dem Potenzialwachstum liegt. Entscheidend wird China sein – wie so oft.

In den letzten Monaten hat sich an den Konjunkturdaten weltweit nicht viel geändert. In den meisten Regionen hat das Verarbeitende Gewerbe noch immer Schwierigkeiten, auch wenn sich seine Lage wohl nicht weiter verschlechtert. Die Dienstleistungskonjunktur bleibt unterdessen stabil, auch wegen der guten Lage am Arbeitsmarkt. Die meisten Beobachter glauben, dass eine Entspannung im Handelskrieg und die verzögerten Wirkungen der expansiven Geldpolitik des letzten Jahres die Exporte und damit auch die Industriekonjunktur schon bald beleben werden. Die jüngsten Zahlen aus China sind ermutigend: Das BIP-Wachstum hat sich im 3. und 4. Quartal bei 6% p.a. stabilisiert, und die Stimmungsindikatoren aus der Industrie haben sich in den letzten zwei Monaten erholt.

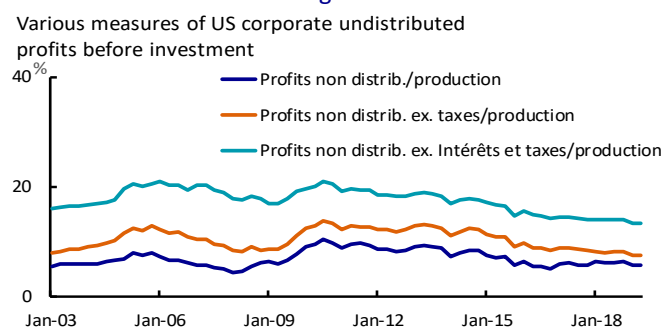
Und doch könnte zweierlei Chinas Aufschwung bremsen. Zum einen müssen die finanziellen Ungleichgewichte angegangen werden. Zum anderen führt die erste Teilvereinbarung im Handelskonflikt mit den USA dazu, dass China Wirtschaft und Finanzmärkte schneller öffnen muss. Das beschleunigt die Reformen, was mittelfristig gut ist. Aber so sehr ein zwar niedrigeres, aber dafür ausgewogeneres Wachstum der zweitgrößten Volkswirtschaft der Weltwirtschaft nützt, könnte der Weg dahin schwierig sein.

In den USA gibt es keinen Zweifel daran, dass die Verbraucher die Wirtschaft am Laufen halten. Zwar hat der Markt zunächst negativ auf den Dezember-Arbeitsmarktbericht reagiert, doch erwies sich die Beschäftigung zuletzt als stabil, und sie war auch höher als im letzten Frühjahr. Weniger optimistisch sind wir aber für Investitionen. Die Rentabilität der Unternehmen sinkt, und der Ausgang der Präsidentschaftswahlen ist überaus offen, mit großen Unterschieden zwischen den Wahlprogrammen der Kandidaten. Vielleicht warten die Investoren daher erst einmal ab (Abbildung 1).

Im Überblick

- Optimismus mäßigen: Die Weltwirtschaft erholt sich, aber für große Sprünge ist es noch zu früh.
- China geht seine finanziellen Ungleichgewichte an und wird wieder reformfreudiger. Mittelfristig ist das gut, wird aber dieses Jahr den Aufschwung bremsen.
- In den Industrieländern ist der Konsum stabil. Sorgen machen uns aber die niedrigen Investitionen.
- An den Aktienmärkten geht man mittlerweile fest von einem Aufschwung aus.
- Credits profitieren von der Geldpolitik.
- Beide Assetklassen sind zurzeit hoch bewertet, sodass enttäuschende Wachstums- und Gewinndaten große Folgen haben können.

Abbildung 1: Ohne expansive Geldpolitik und Steuersenkungen wären die Gewinne so niedrig wie seit 15 Jahren nicht mehr



Quellen: Kapitalfluss-Statistik (Flow of Funds) der Fed und AXA IM Research, Stand 29. November 2019

In Großbritannien scheint die Bank of England die jüngsten Abschwungsignale ernst zu nehmen. Wir haben daher unsere Wachstumsprognose für das 4. Quartal von 0,2% auf 0% gesenkt. Wir gehen jetzt davon aus, dass der Geldpolitische Ausschuss die Zinsen zum Monatsende vorsorglich senkt. Die üblichen zinsensensitiven Sektoren wie der Wohnungsbau könnten davon profitieren, zumal es nach den jüngsten Umfrageergebnissen hier klare Anzeichen für eine Erholung gibt. Insgesamt sind wir aber auch in Großbritannien für die Unternehmensinvestitionen nicht sehr optimistisch. Die Wahlen haben zwar etwas Klarheit gebracht, doch sorgt man sich allmählich wieder um die voraussichtlich schwierigen Verhandlungen über ein Freihandelsabkommen mit der EU. Dies dürfte die Unternehmen kaum zu zusätzlichen Investitionen bewegen.

Im Euroraum sind alle Augen weiter auf Deutschland gerichtet. Wer das Glas für halb voll hält, nimmt die Veränderungen der Veränderungen wahr: Die Industrieproduktion schrumpft nicht mehr so stark wie Mitte 2019. Wenn aber die Unternehmen weltweit eher wenig investieren, dürfte ein echter Aufschwung nicht leicht zu erreichen sein.

Die Weltwirtschaft erholt sich, startet aber noch nicht durch. Die Märkte hatten hingegen einen guten Jahresbeginn. Für kurzfristige Gewinne sorgten vor allem sehr zyklische Sektoren – Aktien aus Japan, den USA und den Emerging Markets –, da man die Weltwirtschaft wieder positiver sieht. Mit kleinem Abstand folgten höher verzinsliche Anleihen, die bereits seit Oktober stark im Plus lagen. Anfang 2020 waren die Anleger offensichtlich wieder zu höheren Risiken bereit, auch weil sie mit einer gewissen Konjunkturerholung rechneten. Dies dürfte dann auch die Unternehmensgewinne steigen lassen. Zinsrisiken gibt es unterdessen nicht. Es muss schon sehr viel passieren, damit die Notenbanken die Leitzinsen anheben.

Die Bewertungen könnten Sorgen machen

Allerdings sollte man die Bewertungen im Blick behalten. In den Industrieländern steigen wieder die Bilanzsummen der Notenbanken und damit auch Geldmenge und Liquidität. Bei risikolosen Zinsen von oder nahe null überrascht es nicht, dass die reichlich vorhandene Liquidität die Bewertungen auf neue Höchststände (seit der Finanzkrise) getrieben hat. Zurzeit wird der S&P 500 zum 18- bis 19-Fachen der vom Marktkonsens erwarteten Gewinne für dieses Jahr gehandelt. Alle Industrieländer-Aktienmärkte haben 2019 zugelegt, da die Rezessionsorgen nachließen. Dies zeigte sich aber noch nicht in höheren Gewinnerwartungen. Wenn die Marktteilnehmer keine steigenden Unternehmensgewinne erwarten, könnten Aktien unter Druck geraten.

In den USA begann die Berichtssaison für das 4. Quartal mit eher guten Nachrichten. Positive Überraschungen haben leicht überwogen, doch waren die Zahlen bei Redaktionsschluss noch unvollständig. Letztlich brauchen die Investoren aber die Bestätigung, dass die bessere Stimmung nach der ersten Teileinigung zwischen den USA und China auch die Unternehmensgewinne steigen lässt.

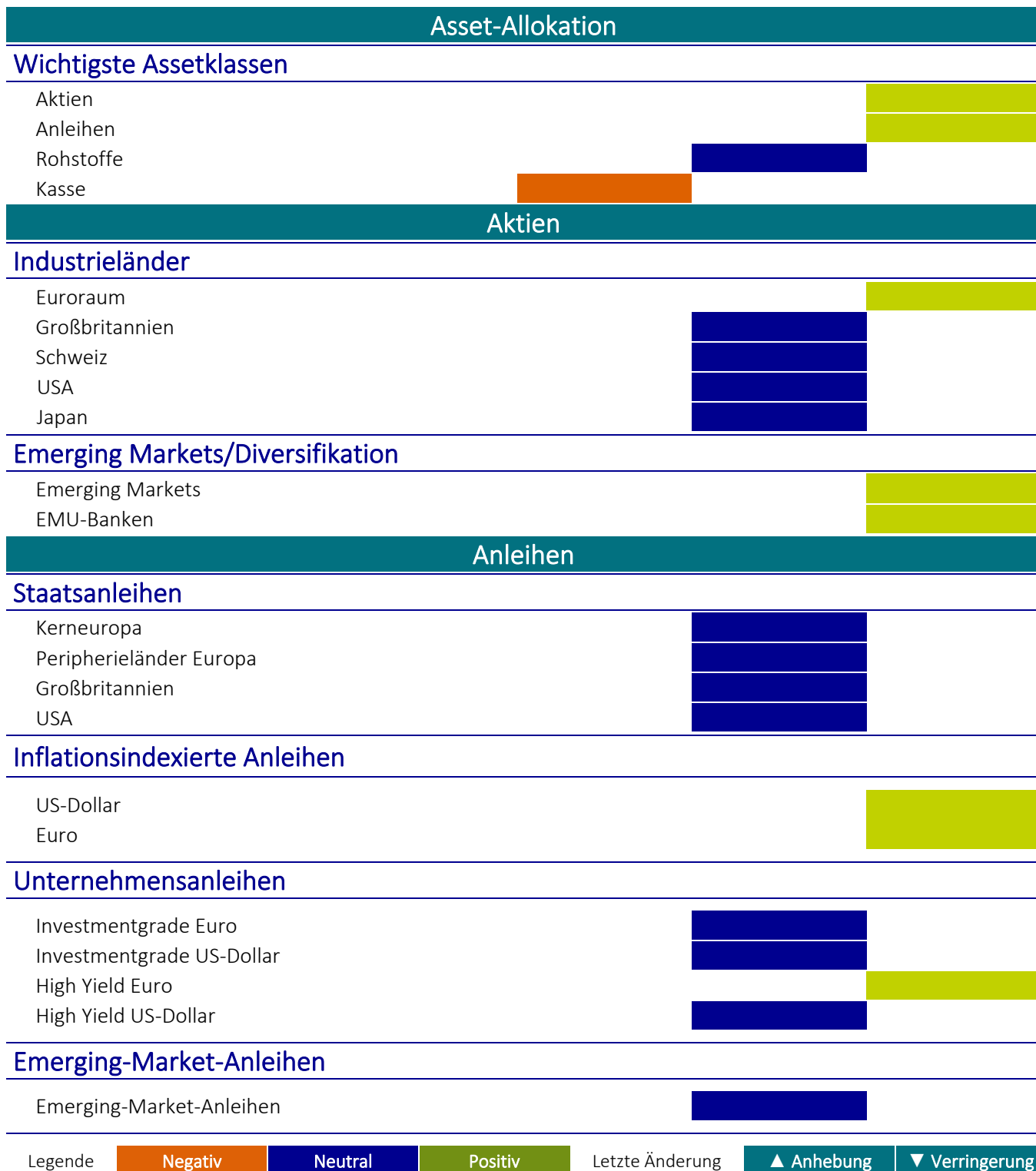
Der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung zufolge haben die Unternehmensgewinne in den USA in den letzten Jahren keine überzeugenden Fortschritte gemacht; ihr Anteil am BIP ist letztes Jahr unter 10% gefallen. Nach dem starken Wachstum 2017 und 2018 entwickelten sie sich S&P zufolge im 3. Quartal seitwärts oder gingen sogar zurück. Ob ein neuerlicher Anstieg wahrscheinlich ist, hängt davon ab, ob Indikatoren wie der ISM-Index steigen. Marktstimmung und Markttechnik allein dürften nicht reichen, damit die Kurse weiter so stark zulegen wie zuletzt. Es bedarf der Bestätigung, dass sich auch die Fundamentaldaten verbessern.

Die Credit Spreads haben sich unterdessen seit Jahresbeginn weiter verengt. Das fundamentale Umfeld – unveränderte Leitzinsen und moderates Wachstum – ist gut für Credits. Doch ob die Spreads weiter zurückgehen, hängt auch von der Markttechnik und der Marktdynamik ab. Unser Anleihteam hält es für wahrscheinlicher, dass sie sich auf dem derzeitigen Niveau stabilisieren. Bei einem besseren Aktienumfeld dürften die Zinsen hingegen steigen, sodass man mit Credits insgesamt weniger verdient. Zurzeit gehen wir davon aus, dass die Staatsanleiherenditen der Kernländer im 1. Quartal steigen, was die Kursgewinne von Anleihen begrenzt. Bei Credits setzen wir daher eher auf Kurzläufer mit Schwerpunkt auf laufenden Erträgen.

Alles in allem bleiben wir wegen der sehr expansiven Geldpolitik optimistisch. Wir bevorzugen Aktien gegenüber Anleihen und Credits gegenüber Staatspapieren. Zunehmend müssen sich die Investoren aber fragen, ob sie angesichts der hohen und vermutlich noch weiter steigenden Bewertungen weitere Gewinne erwarten können.

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

Unsere Sicht auf Anlageklassen



Quelle: AXA IM Research, Stand 22. Januar 2020

Konjunkturprognosen im Überblick

Jahresprognosen BIP (%)	2018	2019*		2020*		2021*	
		AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens
Welt	3,6	3,0		3,2		3,0	
Industrieländer	2,3	1,7		1,3		1,0	
USA	2,9	2,3	2,3	1,6	1,8	0,8	1,9
Euroraum	1,9	1,2	1,1	0,7	1,0	0,5	1,3
Deutschland	1,4	0,6	0,5	0,4	0,7	0,5	1,2
Frankreich	1,7	1,3	1,3	1,1	1,2	1,1	1,4
Italien	0,7	0,2	0,1	0,4	0,5	0,5	0,6
Spanien	2,6	2,0	2,0	1,5	1,7	1,2	1,7
Japan	0,7	0,8	0,9	0,1	0,3	0,7	0,8
Großbritannien	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,5
Schweiz	2,5	1,0	0,8	1,1	1,2	0,9	1,4
Emerging Markets	4,4	3,9		4,3		4,2	
Asien	6,0	5,4		5,2		5,1	
China	6,6	6,1	6,1	5,8	5,9	5,6	5,7
Südkorea	2,7	2,0	1,9	1,7	2,2	1,5	2,4
Sonstiges Asien	5,5	4,7		4,7		4,8	
Lateinamerika	1,1	0,2		1,8		1,3	
Brasilien	1,1	0,8	1,0	1,8	2,0	1,2	2,5
Mexiko	2,2	0,5	0,2	1,5	1,2	0,5	1,9
Europa	3,8	2,9		3,7		3,4	
Russland	2,3	1,1	1,1	1,5	1,6	1,7	1,9
Polen	5,2	4,3	4,3	3,5	3,4	3,0	2,8
Türkei	2,9	-0,3	-0,3	2,3	2,3	1,2	3,1
Sonstige Emerging Markets	1,4	1,1		2,3		2,0	

Quellen: Bloomberg, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 16. Januar 2020

Jahresprognosen Inflation (%)	2018	2019*		2020*		2021*	
		AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens
Industrieländer	1,9	1,4		1,5		1,7	
USA	2,4	1,7	1,8	2,0	2,0	2,3	2,0
Euroraum	1,8	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,5
Japan	1,0	0,4	0,6	0,4	0,9	0,5	0,8
Großbritannien	1,8	1,8	1,9	2,0	1,9	1,9	2,0
Schweiz	0,9	0,7	0,5	0,6	0,6	0,5	0,7
Sonstige Industrieländer	1,7	1,4		1,5		1,8	

Quellen: Bloomberg, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 16. Januar 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 2019	1. Quartal 2020	2. Quartal 2020	3. Quartal 2020
USA (Fed)	Datum		10.–11. Dez.	28.–29. Jan. 17.–18. März	28.–29. Apr. 9.–10. Juni	28.–29. Juli 15.–16. Sep.
	Leitzins	1,50–1,75	k.Ä. (1,50–1,75)	k.Ä. (1,50–1,75)	k.Ä. (1,50–1,75)	k.Ä. (1,50–1,75)
Euroraum (EZB)	Datum		12. Dez.	23. Jan. 12. März	30. Apr. 4. Juni	16. Juli 10. Sep.
	Leitzins	-0,50	k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)
Japan (BoJ)	Datum		18.–19. Dez.	20.–21. Jan. 18.–19. März	27.–28. Apr. 15.–16. Juni	21.–22. Juli 16.–17. Sep.
	Leitzins	-0,1	QQE: 10 Bio. JPY netto	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)
Großbritannien (BoE)	Datum		19. Dez.	30. Jan. 26. März	7. Mai 18. Juni	6. Aug. 17. Sep.
	Leitzins	0,75	k.Ä. (0,75)	k.Ä. (0,75)	k.Ä. (0,75)	k.Ä. (0,75)

Quellen: Datastream, AXA IM Macro Research, Stand 16. Januar 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