

Ansteckungsgefahr an den Märkten – was tun?

Monatliche Investmentstrategie

Wie viel Geduld haben die Notenbanken?

Zum anhaltenden Anstieg der US-Langfristrenditen sagt die Fed ... nichts. Sicher, sie stellt noch immer eine ausgesprochen expansive Geldpolitik in Aussicht, und wenn man dem Median der Dotplots Glauben schenkt, wollen die Offenmarktausgangsmitglieder mit Zinsschritten noch bis 2024 warten. Jerome Powell hat auch klar gesagt, dass er den Markt vor einer Verringerung der Anleihekäufe rechtzeitig warnen wolle. Doch paradoxerweise lässt all das die Renditen weiter steigen. Der Grund ist die neue Inflationspolitik, will die Fed doch in Zukunft ein gewisses Überschießen akzeptieren. Diese milde Haltung lässt die langfristigen Inflationserwartungen steigen. Damit die Renditen nicht noch weiter zulegen, bräuchte der Markt schon eine andere Notenbankrhetorik, vielleicht mit Hinweisen auf eine neue Operation Twist, und Änderungen bei den Anleihekäufen, um die Langfristrenditen stärker zu steuern. Aber nichts deutet bislang darauf hin.

Neben den Erwartungen zur Geldpolitik lösen aber auch die Wirtschaftsdaten Inflationsprognosen aus. Die Preiskomponente des ISM-Index für den Dienstleistungssektor war im Februar so hoch wie seit 2009 nicht mehr. In solchen Fällen ist die Kernrate meist innerhalb von drei bis sechs Monaten gestiegen. Hinzu kommt, dass Biden ein fast 1,9 Billionen US-Dollar schweres Konjunkturpaket durch den Kongress gebracht hat. Weil die Hilfen aufgrund der schnellen Impfungen wohl mit dem Neustart der Wirtschaft zusammenfallen, wird eine Überhitzung wahrscheinlicher.

Dabei ist der Ansatz der Fed fundamental gut begründet, zumal Bidens Konjunkturpaket wohl nur ein Strohfeder sein wird. Wir wissen nicht, ob sein politisches Kapital reicht, um danach auch das mittelfristige Investitionsprogramm durch den Kongress zu bringen. Die höheren Langfristrenditen machen es jedenfalls schwerer, kann man doch jetzt nicht mehr so leicht argumentieren, dass es sich selbst finanziert. Zum Jahresende dürfte sich die US-Wirtschaft dann wieder etwas beruhigen. Weil Biden es nicht geschafft hat, seine Mindestlohnpläne auf die Tagesordnung zu setzen, hält sich auch das Risiko einer Kostendruckinflation in Grenzen. Und doch werden die Inflationserwartungen zumindest vorübergehend steigen – wenn die Inflation zulegt, schreiben die Marktteilnehmer das oft fort. Die Zehnjahresrenditen dürften daher sukzessive auf 2% steigen, um dann wieder etwas zurückzugehen.

Die US-Wirtschaft wird die anhaltende Straffung der Finanzbedingungen wohl verkraften, aber ein Übergreifen auf Europa käme zum denkbar schlechtesten Zeitpunkt. Im Euroraum werden die Kontaktbeschränkungen nicht lockerer, sondern strenger, da sich das Virus wieder schneller ausbreitet und die Impfungen weiterhin stocken. Zwar ist die europäische Fiskalpolitik expansiv, doch setzt sie eher auf die mittelfristigen Effekte eines gemeinsamen EU-Budgets als auf spektakuläre Kurzfristpakete. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat zugesagt, sich einem Übergreifen der steigenden Zinsen entgegenzustellen. Sie

Im Überblick

- Weil die Inflation zumindest vorübergehend weiter zulegt, dürften die US-Langfristrenditen zunächst noch steigen. Europa stemmt sich gegen ein Übergreifen. Am schwersten haben es schwächere Emerging Markets, die ihre Geldpolitik vielleicht prozyklisch straffen müssen.
- Das hohe Wachstum und die niedrigen Zinsen machen es Anlegern nicht leicht.
- Die Reflation sorgt aber weiter für Gewinne.
- Allmählich scheinen die US-Renditen wieder interessanter.

würde dann im Rahmen des Pandemie-Notfallkaufprogramms (PEPP) Anleihen übernehmen, doch scheint es interne Meinungsverschiedenheiten zu geben. Wahrscheinlich wird man erst auf der nächsten Ratssitzung eine Entscheidung treffen, idealerweise, nachdem neue Konjunkturdaten vorliegen. Aber die gibt es nur einmal im Quartal. Die EZB wird daher eher reagieren als vorausschauend handeln, wie schon in ähnlichen Phasen zuvor. Dennoch glauben wir, dass sich der Zinsabstand zwischen US-Staatsanleihen und deutschen Bundesanleihen insgesamt nur wenig ändert und die deutsche Zehnjahresrendite zum Jahresende noch immer negativ sein wird.

Schwieriger ist die Lage der Emerging Markets, aus denen bereits Mittel abgezogen werden. Alles in allem stehen sie jetzt zwar besser da als so oft, wenn die Industrieländerrenditen stiegen. Die schwächeren Länder stehen aber zweifellos unter Druck. Manche Notenbanken sind zu Zinserhöhungen gezwungen, zuletzt die Türkei, Russland und Brasilien, was die Erholung bremste. Vor allem die Türkei muss man im Blick haben. Offensichtlich ist die Politik hier nicht mehr bereit, den Preis einer strafferen Geldpolitik hinzunehmen – das Rezept für Finanzturbulenzen.

Mit höheren Renditen zurechtkommen und optimistisch bleiben

Die meisten Investoren schätzen die Konjunktur positiv ein. Zwar erholen sich nicht alle Länder gleich stark und schnell, doch sowohl die USA als auch China dürften auf absehbare Zeit deutlich über dem Trend wachsen. Für die Weltwirtschaft kann man daher durchaus optimistisch sein. Grundsätzlich spricht das für hohe Investitionen in risikobehaftete Titel, und auch die Besonderheiten dieses speziellen Konjunkturzyklus ändern daran wohl nichts. Das hohe nominale Wachstum dürfte Unternehmensgewinne und Aktienkurse bis ins Jahr 2022 hinein steigen lassen. Credits profitieren vom Schuldenabbau, wenn die Gewinne zulegen und das Finanzumfeld günstig bleibt. Die Ausfallquoten schwächerer US-Anleihen werden wohl nicht wieder steigen, wenn die Wirtschaft so stark wächst. Schwieriger ist allerdings die Lage an den Emerging Markets, auch wenn manchen Ländern das hohe Wachstum der Industrieländer nutzen dürfte.

Wie erwähnt, bleibt der Inflations- und Zinsausblick für die USA aber unsicher. Manche Investoren finden es irritierend, dass die Fed die Teuerung auf den höchsten Stand seit dem Kreditboom steigen lässt, dem bekanntlich die internationale Finanzkrise folgte. Die Botschaft aus Washington ist eindeutig: keine Zinserhöhungen bis Ende 2023. Hohes Wachstum, höhere Inflation und keine Zinserhöhungen! Das gab es noch nie. Die US-Zinsstrukturkurve ist deshalb heute so steil wie sonst nur nach Zinssenkungen. Die höheren Langfristrenditen spiegeln die Normalisierung von Wachstum und Inflation wider, die stabilen Kurzfristzinsen die Entschlossenheit der Fed, dies zu ermöglichen. Einstweilen haben sich Anleiheninvestoren aber noch nicht an diese neue Welt gewöhnt.

Falls sich die Fed nicht zu irgendeiner Form von Operation Twist entschließt, könnte die Zinsstrukturkurve aber noch steiler werden, und Break-even-Inflation sowie Realrenditen könnten weiter steigen. Zyklische Aktien dürften daher weiter vorn liegen, profitieren sie doch überdurchschnittlich von einer steigenden Nachfrage und größeren Preismacht. Hinzu kommt das Zusammenspiel von konjunkturellen und strukturellen Kräften. Der aktuelle Mangel an Halbleitern ist ein gutes Beispiel. Letztes Jahr kam es zu Angebotsstörungen, doch die Nachfrage steigt langfristig – weil immer mehr Elektroautos hergestellt werden und die Digitalisierung für die Energiewende ohnehin wichtig ist. Die Spotpreise für Halbleiter sind entsprechend gestiegen. Außerdem erfordern die stärkere Nutzung erneuerbarer Energien und höhere Batteriekapazitäten enorme Investitionen. Die Vorteile für die gesamte Wertschöpfungskette liegen auf der Hand, doch könnte es zu einzelnen Engpässen und steigenden Preisen kommen – und das zu einer Zeit, in der Öl und andere Rohstoffe sehr viel teurer geworden sind. Wir glauben zwar nicht, dass sich der langfristige Inflationsausblick stark geändert hat, rechnen aber im Zuge der weltweiten Konjunkturerholung mit gewissen Schwankungen.

Entscheidend ist vor allem, wie die USA die Coronakrise überwinden. Durch den Renditeanstieg sind US-Anleihen schon jetzt attraktiver geworden. Die Renditen könnten aber noch weiter zulegen, bis die Reflation vollständig in den Kursen abgebildet ist. Schon jetzt bieten US-Anleihen abgesichert in Euro oder Yen so attraktive Zinsen wie lange nicht mehr. Internationale Investoren dürften darauf reagieren. Angesichts der hohen US-Wachstumserwartungen für die nächsten 19 bis 24 Monate fragen wir uns, ob europäische Aktien (in lokaler Währung) US-Titel auch dann noch etwas hinter sich lassen können, wenn an der stärkeren US-Konjunktur keinerlei Zweifel mehr besteht. Der US-Konsum erholt sich mit Macht, und alle Branchen profitieren davon. Der Renditeanstieg ist dann gar nicht mehr so wichtig.

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

Unsere Sicht auf Anlageklassen

| Asset-Allokation | |
|--------------------------------------|---|
| Wichtigste Assetklassen | |
| Aktien | Positiv |
| Anleihen | Negativ |
| Rohstoffe | Positiv |
| Kasse | Negativ |
| Aktien | |
| Industrielländer | |
| Euroraum | Neutral |
| Großbritannien | Positiv |
| Schweiz | Neutral |
| USA | Positiv ▲ |
| Japan | Neutral |
| Emerging Markets und Sektoren | |
| Emerging Markets | Neutral ▼ |
| Grüne Anleihen | Neutral ▼ |
| Europäische Zyklischer/Substanzwerte | Positiv |
| Basket-Zertifikate (Euro) | Positiv ▲ |
| US-Zyklischer/Substanzwerte | Neutral ▼ |
| US-Finanzwerte | Positiv ▲ |
| Halbleiter Welt | Positiv |
| Anleihen | |
| Staatsanleihen | |
| Kerneuropa | Neutral ▲ |
| Peripherieländer Europa | Neutral |
| Großbritannien | Neutral |
| USA | Negativ ▼ |
| Inflationsindexierte Anleihen | |
| US-Dollar | Neutral |
| Euro | Neutral |
| Unternehmensanleihen | |
| Investmentgrade Euro | Neutral |
| Investmentgrade US-Dollar | Neutral |
| 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 Research, Stand 24. März 2021

Konjunkturprognosen im Überblick

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

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

* Prognose

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 24. März 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. 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) |
| Euroraum (EZB) | 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) |
| Japan (BoJ) | 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) |
| 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 24. März 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