

Ein neues Gleichgewicht?

Monatliche Investmentstrategie

Es ist immer noch nicht vorbei

Bei vielen internationalen Risiken gab es in den letzten Wochen Fortschritte. Die USA und China erreichten bei ihren Handelsgesprächen eine Teileinigung, die bei einem Treffen zwischen US-Präsident Donald Trump und Chinas Präsident Xi Jinping am 16. November besiegelt werden soll. Großbritannien und die EU einigten sich in letzter Minute auf eine Brexit-Vereinbarung.

Und doch haben wir es beim Handelskrieg nur mit einer Atempause zu tun. Eine wirkliche Lösung einschließlich der Rücknahme sämtlicher Zollerhöhungen liegt noch in ferner Zukunft. Auch fürchtet man, dass sich der Handelskrieg demnächst gegen die EU richten wird. Der Konflikt um die Airbus-Subventionen zeigt nur zu deutlich, wie groß die Spannungen sind. Die Impeachment-Pläne in den USA könnten investitionswillige Unternehmen zum Abwarten veranlassen, zumal im demokratischen Vorwahlkampf jetzt weniger gemäßigte Kandidaten vorn liegen.

Was zunächst nach einer schnellen Zustimmung zur Brexit-Vereinbarung aussah, wurde vom britischen Parlament hinausgezögert. Die Investoren können sich jetzt mit dem Inhalt des Vertragswerks befassen, statt sich allein über sein Zustandekommen zu freuen. Sie werden dann aber vermutlich entdecken, dass das Brexit-Schauspiel keineswegs vorbei ist, auch wenn das Unterhaus den Vertrag am Ende absegnet. Danach stehen uns zähe Verhandlungen über ein Freihandelsabkommen zwischen der EU und Großbritannien bevor, von dem die langfristigen Beziehungen nach dem Ende der Übergangsphase Ende 2020 abhängen.

Fassen wir zusammen: Einige Extremrisiken mögen abnehmen, beispielsweise das einer weiteren Eskalation des Handelskriegs oder eines No-Deal-Brexit, aber die Unsicherheit bleibt. Es kommt zwar nicht zu einer Katastrophe, aber noch ist nicht alles perfekt – jedenfalls nicht perfekt genug, um eine Verschlechterung der Konjunkturdaten zu verhindern. Die Schwäche beschränkt sich nicht mehr allein auf das Verarbeitende Gewerbe, sondern greift jetzt auch auf den Dienstleistungssektor über, in den USA wie in Europa. Es gibt aber kein zwingendes Indiz dafür, dass diese Schwäche auch den Arbeitsmarkt erreicht, worunter dann der Konsum leiden würde, der zurzeit einzige wirkliche Wachstumstreiber der Weltwirtschaft. Ohne einen echten Vertrauensgewinn wäre dies aber der logische nächste Schritt. Der Weltwirtschaft geht die Zeit aus. In nur wenigen Monaten wird der Abschwung eine so starke Dynamik entfaltet haben, dass er sich selbst verstärkt.

EZB: Neuer Chef, alte Probleme

In den USA können wir darauf hoffen, dass einige halbwegs brauchbare geldpolitische Maßnahmen den Abschwung abfedern. Wir glauben, dass der Offenmarktausschuss die Zinsen auf seiner nächsten Sitzung am 30. Oktober senkt und vielleicht im Dezember ein weiterer Zinsschritt folgt. Allerdings wüssten wir nicht, was die Europäische Zentralbank in den nächsten Monaten noch tun könnte, sofern sich die Lage nicht extrem verschlechtert.

Im Überblick

- Dank der Fortschritte beim Handelskonflikt und dem Brexit gehen einige Extremrisiken zurück. Von einer Lösung sind wir aber noch weit entfernt.
- Die Entwicklung ist nicht gut genug, um die leichte Verschlechterung der Konjunkturdaten zu beenden. Weltweit ist nicht mehr nur die Industriekonjunktur schwach.
- Einstweilen hat die Fed noch Handlungsspielraum, doch in Europa dürfte die EZB ihre Maßnahmen vom September kaum noch steigern können.
- Das eher schwache Investorenvertrauen und die Bewertung dürften eine ausgeprägte Jahresendrallye risikoreicherer Titel verhindern.
- Wenn man beim Handelskonflikt und dem Brexit klarer sieht, könnten sie aber stark zulegen. Am attraktivsten erscheinen zurzeit Credits.

Mario Draghi wird im Oktober seine letzte EZB-Ratssitzung leiten. Er wird als der EZB-Chef in die Geschichte eingehen, der 2012 den Euroraum gerettet hat. Es ist schade, dass die Septembermaßnahmen der Notenbank so umstritten sind. Die Abweichler im EZB-Rat scheinen nicht aufgeben zu wollen, und es kommen Zweifel auf, ob die Geldpolitik die Konjunktur noch wirksam stützen kann. Aus diesen beiden Gründen glauben wir, dass die Geldpolitik im Euroraum im September ihren Höhepunkt erreicht hat. Christine Lagarde wird ihre Amtszeit mit einer Strategieanalyse beginnen, die wohl zu einigen Diskussionen im EZB-Rat führen wird. Solange sie nicht abgeschlossen sind, wird sich wohl nicht viel tun.

Bis dahin wird die EZB jeden Monat für 20 Milliarden Euro Wertpapiere kaufen. Die Banken können ihre Quoten beim nächsten langfristigen Refinanzierungsgeschäft (TLTRO) vollständig ausnutzen, doch wäre dies eine große Veränderung gegenüber dem enttäuschenden Interesse im September. Käme es dazu, könnte die EZB-Bilanzsumme – ein guter Indikator für die Geldpolitik in Zeiten unkonventioneller Maßnahmen – bis Ende 2020 im Vorjahresvergleich um etwa 6% wachsen. Dies wäre weniger als 2012 oder 2016. Selbst mit seinen sehr umstrittenen Entscheidungen konnte Präsident Draghi also nicht das Ausmaß der damaligen Stimulierung erreichen. Man hätte Christine Lagarde einen besseren Start gewünscht.

Investmentausblick weiter enttäuschend

Für Investoren dürften die letzten Monate des Jahres 2019 genauso enttäuschend werden wie die Zeit davor. Die anhaltende politische, fiskalpolitische und geldpolitische Unsicherheit sowie das beständig abnehmende Wachstum sind nicht geeignet, für neues Vertrauen zu sorgen. Die niedrigen Zinsen und die negativen Anleiherenditen bestrafen eine sehr sicherheitsorientierte Investmentstrategie aber weiter. Im Sommer hat sich die klassische Flucht in die Qualität, also in lang laufende Anleihen, ausgezahlt. Jetzt aber liegen die Renditen noch immer in der unteren Hälfte der diesjährigen Spanne, und es ist unwahrscheinlich, dass diese Strategie erneut erfolgreich sein kann. Zurzeit sind wir für die Weltwirtschaft nicht übermäßig optimistisch, und wenn die Extremrisiken Realität werden, könnte es sogar noch schlechter werden. Die Investoren dürfen sich aber nicht allein an den klaren und offensichtlichen Gefahren festbeißen. In vielen Ländern scheint eine expansivere Fiskalpolitik denkbar, und die Fed dürfte die Geldpolitik weiter lockern. Dies bedeutet, dass die Zinsstrukturkurven erneut steiler werden könnten – ein Anzeichen für einen besseren Ausblick.

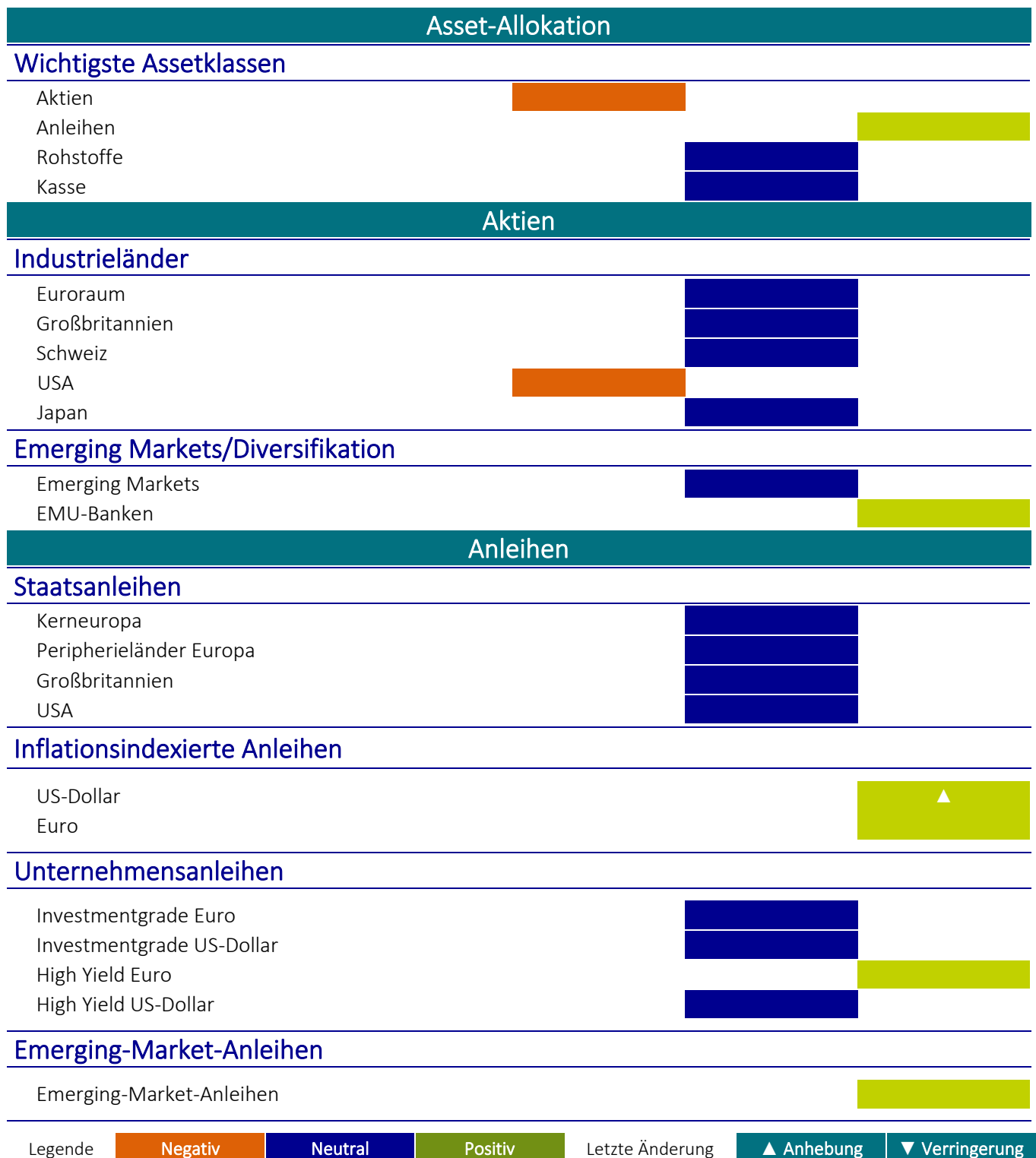
Das bedeutet aber nicht, dass wir zurzeit optimistisch für Credits und Aktien sind. Sie sind nicht attraktiv bewertet, und noch scheint der Tiefpunkt der Kurse nicht erreicht – dieses Risiko bleibt uns noch einige Monate erhalten. Es wird Erleichterungsrallies geben, wenn man die Handelsvereinbarung zwischen den USA und China für einen Durchbruch hält und wenn der britische Premierminister Boris Johnson seinen Brexit bekommt. Für eine stärkere Rallye risikobehafteter Titel müssen Märkte und Realwirtschaft aber zusammenspielen. Und das wird dauern, da hierzu bessere Gewinnprognosen der Unternehmen und Konjunkturdaten nötig sind.

Der Ausblick bleibt also enttäuschend. Anleihen bieten kaum laufenden Ertrag, und bei den derzeitigen Renditen und Spreads rechnen wir auch nicht mit allzu hohen Kursgewinnen. Wenn das Kreditumfeld stabil bleibt, könnten sich High-Yield-Kurzläufer und einzelne Positionen in weniger liquiden Credits lohnen. Die jüngsten Gewinnmeldungen aus dem Finanzsektor stützen unsere positive Einschätzung von Bankanleihen. Für Aktien bleiben aber die Belastungen durch das schwächere Wachstum entscheidend.

Noch ein Wort zum Brexit: Das Hin und Her der Politik dürfte Auswirkungen auf die Finanzmärkte haben. Das Pfund legte stark zu, als die Einigung zwischen Großbritannien und der EU bekannt gegeben wurde, doch dürften neue Probleme beim Brexit-Prozess wieder für eine leichte Abwertung sorgen. Langfristige Pfund-Optimisten müssen davon überzeugt sein, dass die britische Regierung eine Ausstiegsvereinbarung und außerdem einen neuen Freihandelsvertrag mit Europa zustande bringt.

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

Unsere Sicht auf Anlageklassen



Quelle: AXA IM Research, Stand 23. Oktober 2019

Konjunkturprognosen im Überblick

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

Quellen: Bloomberg, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 23. Oktober 2019

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

Quellen: Bloomberg, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 23. Oktober 2019

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	1,75–2,00	29.–30. Okt. 10.–11. Dez.	28.–29. Jan. 17.–18. März	28.–29. Apr. 9.–10. Juni	28.–29. Juli 15.–16. Sep.
	Leitzins		-0,25 (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	-0,50	24. Okt. 12. Dez.	23. Jan. 12. März	30. Apr. 4. Juni	16. Juli 10. Sep.
	Leitzins		k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)
Japan (BoJ)	Datum	-0,1/25 Bio. YPY	30.–31. Okt. 18.–19. Dez.	20.–21. Jan. 18.–19. März	27.–28. Apr. 15.–16. Juni	21.–22. Juli 16.–17. Sep.
	Leitzins/QE		QQE: 15 Bio. JPY netto	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)
Großbritannien (BoE)	Datum	0,75	7. Nov. 19. Dez.	30. Jan. 26. März	7. Mai 18. Juni	6. Aug. 17. Sep.
	Leitzins		k.Ä. (0,75)	k.Ä. (0,75)	k.Ä. (0,75)	k.Ä. (0,75)

Quellen: Datastream, AXA IM Research, Stand 23. Oktober 2019

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 2019. 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