

Der Notenbank-Put ist zurück

Monatliche Investmentstrategie

Das Coronavirus: Bis jetzt vor allem ein Angebotschock

Zwei Mal in zehn Tagen haben die chinesischen Behörden die Zählung neuer Covid-19-Fälle in der Provinz Hubei geändert. Die meisten der am Markt so beliebten Projektionen für die Epidemie wurden dadurch hinfällig. Allerdings hat die Weltgesundheitsorganisation (WHO) China gute Fortschritte bei der Eindämmung des Virus bescheinigt.

In den Blickpunkt gerät jetzt die Entwicklung der Epidemie außerhalb Chinas. Sorgen macht, dass in der Stadt Daegu, wo 5% der südkoreanischen Bevölkerung leben, neue Ansteckungsherde entstanden sind. In Italien wurden in Regionen, die über die Hälfte des italienischen BIP erwirtschaften, Ortschaften abgeriegelt. Anhand vieler neuer weicher und harter Daten können wir die Folgen der Krise für die Weltwirtschaft jetzt abschätzen. Viel spricht dafür, dass es zunächst zu Störungen der Angebotsseite kommt – bevor die Epidemie dann auch die Nachfrage bremst.

Südkorea hat Exportzahlen für die ersten 20 Februartage vorgelegt. Beruhigend ist, dass die Gesamtexporte im Vorjahresvergleich um 12,4% gestiegen sind – ein sehr guter Wert, auch wenn die höhere Zahl von Arbeitstagen im Berichtsmonat eine Rolle gespielt hat. Die chinesischen Importe sind allerdings um enorme 18,9% gefallen. Dies ist ein klares Anzeichen für eine angespannte Angebotssituation.

Im Euroraum ist es ähnlich. Auf den ersten Blick war die unerwartete Erholung des deutschen Industrie-PMI im Februar ebenfalls beruhigend, doch sie hatte vor allem statistische Gründe. Wenn sich die Lieferzeiten deutlich verlängern, steigt automatisch der Gesamtindex – schließlich sind längere Lieferzeiten meist ein Hinweis darauf, dass die Wirtschaft heiß läuft und die Anbieter die Nachfrage nur schwer befriedigen können. Diesmal sind die Lieferzeiten aber aus einem anderen Grund gestiegen: wegen der Probleme bei den chinesischen Zulieferern.

Falls die Epidemie nicht schnell gestoppt wird, dürften sich in den Daten schon bald auch Auswirkungen auf die Nachfrage zeigen. Die Angebotsstörungen sind aber schon jetzt ein Problem, auch weil Geld- und Fiskalpolitik hier sehr viel weniger ausrichten können. Die derzeitige Stabilität der Finanzmärkte hat viel damit zu tun, dass die Investoren mit einer raschen Eindämmung des Virus und Unterstützung durch die Notenbanken rechnen. Wir halten diese Konsenserwartungen einer schnellen v-förmigen Erholung aber für immer fragwürdiger. Schon vor der Coronavirus-Epidemie waren wir für die Weltwirtschaft nicht so optimistisch wie die meisten anderen Beobachter. Auch jetzt fühlen wir uns mit Wachstumserwartungen unter dem Marktkonsens wohl.

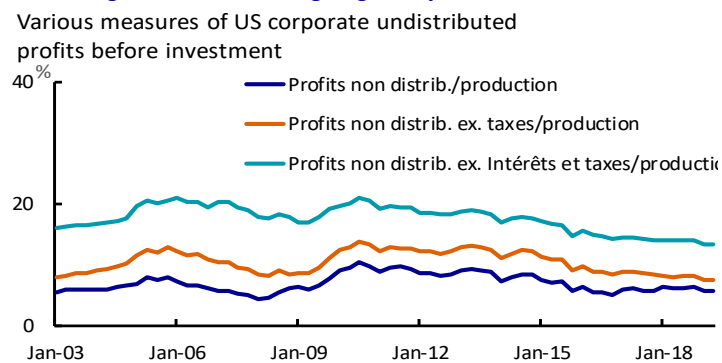
Im Überblick

- Den immer neuen weichen und harten Daten zufolge hat die Coronavirus-Epidemie weltweit bis jetzt größere Auswirkungen auf die Angebots- als auf die Nachfrageseite. Aber bei Angebotsstörungen können Geld- und Fiskalpolitik weniger ausrichten.
- Die Märkte erwarten von den Notenbanken sehr viel. Wir glauben, dass die Europäische Zentralbank jetzt mit höheren Unternehmensanleihekäufen reagieren könnte.
- Aktien- und Anleiheninvestoren schätzen den Notenbank-Put, also ein mögliches Eingreifen der Notenbanken zur Stabilisierung der Märkte. Die Investoren hoffen, dass es vielleicht doch nicht so schlimm kommt. Aktieninvestoren müssen allerdings mit den Auswirkungen von Angebotsstörungen auf die Unternehmensgewinne leben.

Nachdenken über Plan B

Seit Beginn der Epidemie haben sich die Markterwartungen zur Geldpolitik von Fed und EZB schnell geändert. Noch vor einem Monat rechnete man damit, dass die Fed ihre Leitzinsen bis Ende Januar 2021 um weniger als 25 Basispunkte senken würde. Jetzt erwartet man fast 50 Basispunkte und die erste Zinssenkung im Sommer 2020 (Abbildung 1). Wir selbst gingen – vor der Epidemie – in unserem Basisszenario von 50 Basispunkten Zinssenkung bis zum Jahresende aus. Jetzt halten wir eine Zinssenkung bereits im 2. Quartal für möglich, auch wenn es der Fed zufolge für eine solche Aussage noch „zu früh“ ist.

Abbildung 1: US-Zinssenkungen gelten jetzt als wahrscheinlicher



Quellen: Bloomberg und AXA IM Research, Stand 25. Februar 2020

An den Märkten rechnet man sogar mit einer weiteren Senkung des EZB-Einlagensatzes. Nach wie vor glauben wir aber, dass die Hürde dafür sehr hoch ist. Ein solcher Schritt könnte vor allem eine Abwertung des Euro bewirken. Doch dafür sorgt bereits der Markt, und die EZB weist immer häufiger auf die Nebenwirkungen niedriger Einlagensätze hin.

Wir glauben vielmehr, dass die EZB bei einer noch schwächeren europäischen Konjunktur mehr Unternehmensanleihen kaufen wird. Bei diesem Teil des Quantitative Easing sind die politischen und technischen Grenzen nämlich sehr viel weicher. Solche Käufe würden zwar nicht unbedingt das Wirtschaftswachstum stärken, aber zumindest für mehr finanzielle Stabilität sorgen, wenn die schwächere Konjunktur zu mehr Zahlungsausfällen führte.

Geld- und Fiskalpolitik stützen die Märkte, und achten Sie auf den Dollar

Die Erwartung neuer geldpolitischer Maßnahmen hat zu einer recht abgeklärten Marktreaktion auf das Virus beigetragen. Doch mit der steigenden Zahl von Fällen außerhalb Chinas und den ersten Anzeichen für wirtschaftliche Konsequenzen sind die Aktienkurse gefallen. Anleihen haben hingegen zugelegt, mit neuen Tiefstständen der US-Staatsanleiherenditen. All dies dürfte in vielen Ländern die Erwartung einer noch expansiveren Geldpolitik und einer aktiveren Fiskalpolitik verfestigen. China will nicht nur das Virus eindämmen, sondern auch die Wirtschaft stützen. In den USA ist immer häufiger die Rede davon, dass die Fiskalpolitik die Wirtschaft stärken wird – und zwar unabhängig davon, wer im November die Wahlen gewinnt. In Großbritannien ist das Budgetdefizit gestiegen, noch bevor die neue Regierung ihren ersten Haushalt vorlegt. Doch je länger die Krise dauert, desto schwerer haben es die Entscheider.

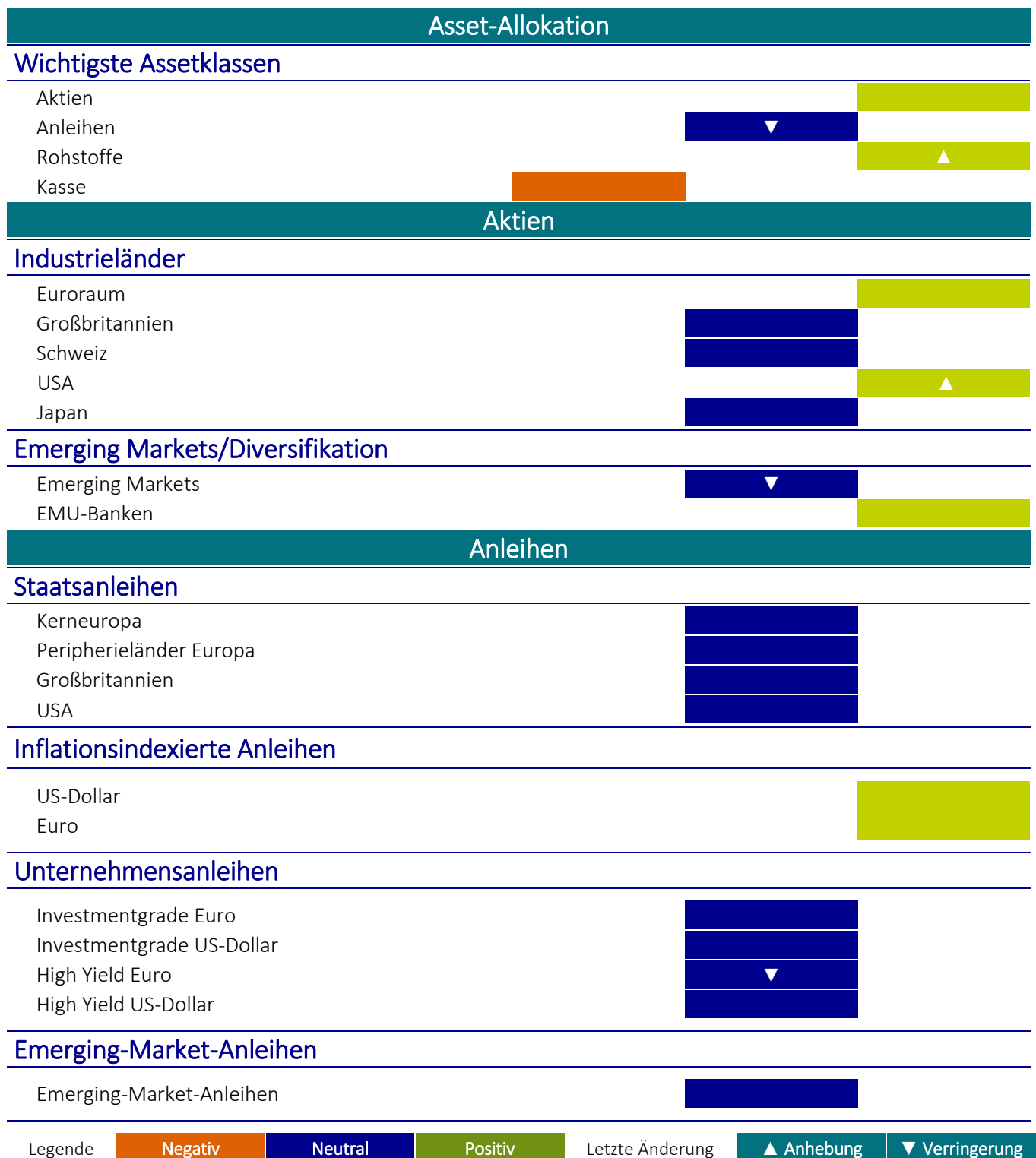
Angebotsstörungen sind problematisch für Aktien. Apple Inc. hat wegen der länger andauernden Werksschließungen in China bereits vor schwachen Zahlen für das 1. Quartal gewarnt. Die wirtschaftlichen Folgen dieser Angebotsstörungen werden sich in den Geschäftszahlen zeigen: Wahrscheinlich wird es jetzt noch länger dauern, bis sich die Unternehmensgewinne auf breiter Front erholen. Unser vorsichtiger Optimismus für Aktien zu Jahresbeginn stützte sich auf bessere Konjunkturdaten, geringere Rezessionsrisiken und einen starken Anstieg der Unternehmensgewinne. All dies ist mit der Unsicherheit durch die Coronavirus-Epidemie zweifelhafter geworden. Der jüngste starke Einbruch der Aktienmärkte ist aufgrund des noch immer erfreulichen Mittelfristausblicks vielleicht eine Kaufgelegenheit, doch könnte die kurzfristige Unsicherheit auch weitere Kursverluste nach sich ziehen.

Etwas erfreulicher sieht es weiterhin an den Credit-Märkten aus. Die Spreads haben sich ausgeweitet, sind aber noch immer recht niedrig – und in Europa haben sie sich in diesem Jahr bislang kaum bewegt. Dies zeigt, wie wichtig die Anleihekäufe der EZB sind. 2020 haben, in Landeswährung, europäische Investmentgrade-Unternehmensanleihen amerikanische High-Yield-Titel trotz der Renditedifferenz von 550 Basispunkten hinter sich gelassen. Einstweilen dürfte die Erwartung einer weiteren Lockerung der Geldpolitik in diesem Jahr Anleihen nützen, vor allem, wenn man eine weitere Ausbreitung des Virus außerhalb Chinas fürchtet. Letztlich dürften sowohl Anleihen als auch Aktien von der Erwartung einer expansiveren Geld- und Fiskalpolitik profitieren, doch haben die schlechten Nachrichten schon jetzt zu einer negativen Korrelation zwischen Aktien und Anleihen geführt. Wenn die Zeiten so unsicher sind wie heute, gilt die alte Regel, dass Staatsanleihen der Kernländer einen gewissen Schutz bieten, wenn Aktien unter Druck geraten.

Die weltwirtschaftlichen Folgen des Virusausbruchs sind aber nicht das einzige Thema. Auch die US-Wahlen könnten allmählich relevant werden: Die jüngste Dollarstärke fiel mit einem großen Interesse an den demokratischen Vorwahlen zusammen. Als Donald Trump 2016 zum Präsidenten gewählt wurde, wertete der US-Dollar stark auf, und zurzeit sieht es nicht nach einem ernsthaften Herausforderer aus, der eine zweite Amtszeit verhindern könnte. Trump gilt als markt- und wirtschaftsfreundlicher als die meisten möglichen Herausforderer. Wenn Zweifel an Chinas wirtschaftlicher und politischer Macht aufkommen und Europa immer noch keine Führung übernimmt, überrascht ein starker Dollar nicht. Die US-Währung hat aufgewertet, weil die USA krisenfester erscheinen – kurzfristig wegen ihrer größeren Wirtschaftskraft und mittelfristig, ob man sie mag oder nicht, wegen der entschlosseneren Führung. Für Investoren führt dies zu einer interessanten Entwicklung. Bei einer weiteren Dollaraufwertung werden frühzeitige Zinssenkungen der Fed sicherlich wahrscheinlicher. US-Staatsanleihen lassen europäische Staatsanleihen dann hinter sich. Wenn aufgrund des stärkeren US-Dollar sowie des schwächeren Euro und Yen US-Aktien jetzt allmählich hinter anderen Aktien zurückbleiben, könnten sich Wetten auf die Fed schnell lohnen.

[Hier komplette Ausgabe der Investmentstrategie \(auf Englisch\) herunterladen.](#)

Unsere Sicht auf Anlageklassen



Legende: Negativ Neutral Positiv Letzte Änderung: ▲ Anhebung ▼ Verringerung

Quelle: AXA IM Research, Stand 26. Februar 2020

Konjunkturprognosen im Überblick

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

Quellen: Bloomberg, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 26. Februar 2020

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

Quellen: Bloomberg, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 26. Februar 2020

Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

Zentralbankprognosen

		Zentralbankpolitik				
		Sitzungen und erwartete Änderungen (Zinsen in Bp./QE in Mrd.)				
		Aktuell	1. Quartal 2020	2. Quartal 2020	3. Quartal 2020	4. Quartal 2020
USA (Fed)	Datum	1,50–1,75	17.–18. März	28.–29. Apr. 9.–10. Juni	28.–29. Juli 15.–16. Sep.	4.–5. Nov. 15.–16. Dez.
	Leitzins		k.Ä. (1,50– 1,75)	k.Ä. (1,50– 1,75)	k.Ä. (1,50– 1,75)	-0,50 (1,00–1,25)
Euroraum (EZB)	Datum	-0,50	12. März	30. Apr. 4. Juni	16. Juli 10. Sep.	29. Okt. 10. Dez.
	Leitzins		k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)
Japan (BoJ)	Datum	-0,1	18.–19. März	27.–28. Apr. 15.–16. Juni	21.–22. Juli 16.–17. Sep.	28.–29. Okt. 17.–18. Dez.
	Leitzins		k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)
Großbritannien (BoE)	Datum	0,75	26. März	7. Mai 18. Juni	6. Aug. 17. Sep.	5. Nov. 17. Dez.
	Leitzins		k.Ä. (0,75)	k.Ä. (0,75)	k.Ä. (0,75)	k.Ä. (0,75)

Quellen: Datastream, AXA IM Macro Research, Stand 26. Februar 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