

Langsam sehen wir klarer

Monatliche Investmentstrategie

Wieder (etwas) Leben nach dem Lockdown

In erster Linie sollten durch den Lockdown die Gesundheitssysteme Kapazitäten aufbauen können, um besser mit einer möglichen zweiten Infektionswelle zurechtzukommen. In den meisten europäischen Ländern wurde dieses Ziel erreicht. In Italien – unsere Benchmark, weil die Epidemie hier früher ausgebrochen ist als im übrigen Europa – ist die Zahl der Intensivpatienten bis zum 20. April um 30% zurückgegangen. Andere Länder, wie Österreich, Dänemark und Deutschland, wo die Infektionsrate vergleichsweise niedrig blieb, haben bereits klare Zeitpläne für schrittweise Lockerungen vorgelegt. Italien hat erste Lockerungen ab dem 4. Mai in Aussicht gestellt, Frankreich ab dem 11. Mai. Wir glauben, dass der Ausstieg aus dem Lockdown in den meisten Euroraum-Ländern Mitte Mai begonnen haben wird.

Auf dem Höhepunkt der Maßnahmen war die Wirtschaftsleistung etwa um ein Drittel niedriger als sonst. Da sie Mitte März begannen, dürfte das BIP im 1. Quartal 2020 gegenüber dem 4. Quartal 2019 rechnerisch um etwa 6% gefallen sein. Bei einer Wiederöffnung der Wirtschaft in der zweiten Hälfte des 2. Quartals würde das BIP von April bis Juni erneut um mindestens 12% einbrechen – wenn nicht mehr, da die Normalisierung nur schrittweise erfolgt und auch in der zweiten Hälfte des 2. Quartals nicht mit einem normalen Wirtschaftsleben zu rechnen ist. Sektoren wie das Gastgewerbe werden weiter stark eingeschränkt sein.

Die administrativen Maßnahmen sind das Eine. Das Andere sind unsere Erfahrungen aus China, wo der Lockdown früher aufgehoben wurde. Auch sie sprechen für eine eher mäßige Erholung, da die Menschen vorsichtig bleiben und deshalb ihre „erzwungenen Ersparnisse“ wohl nicht sofort ausgeben. Wir glauben auch, dass die Investitionen dauerhaft leiden. Die Kapazitätsauslastung ist eingebrochen, und die Unsicherheit ist noch immer zu hoch. Weltweit werden Unternehmen wohl weiter zögern, ihre Investitionspläne umzusetzen, da eine zweite Pandemiewelle nicht ausgeschlossen werden kann. In dem für seine effiziente Seuchenbekämpfung gelobten Singapur ist die Infektionsquote letzte Woche auf über 0,1% gestiegen, bei einem durchschnittlichen Anstieg der Fallzahlen um 12% in nur einer Woche. Das mahnt zur Vorsicht.

Wir glauben, dass die Wirtschaftspolitik allmählich ihren Schwerpunkt ändern muss, von kurz- hin zur mittelfristigen Förderung. Das erfordert ein gewisses Umdenken. Staatlich garantierte Notkredite sichern zwar die Existenz von Unternehmen, haben aber oft nur eine sehr kurze Laufzeit. Manche, wie das Main Street Lending Program der Fed, sind nicht besonders zinsgünstig (250–400 Basispunkte über der Secured Overnight Financing Rate, zusätzlich zu einer Vergabegebühr von 100 Basispunkten). Das könnte die Unternehmensfinanzen zu sehr belasten und die Erholung bremsen. Die Laufzeiten müssen länger werden.

Grundsätzlich muss die Fiskalpolitik noch lange nach der Akutphase der Pandemie expansiv bleiben, und die Notenbanken stehen vor einigen schwierigen Entscheidungen. Für die wichtigste halten wir, wie schnell sie sich von den angekauften

Im Überblick

- Mit dem Aufbau neuer Kapazitäten im Gesundheitswesen scheint ein Ausstieg aus dem Lockdown Ende Mai möglich.
- Wir rechnen aber nur mit einer schwachen Konjunkturerholung und glauben, dass die Wirtschaftspolitik langfristig helfen muss.
- Der weltweite Kursanstieg signalisiert Optimismus. Aber noch wissen wir nicht genau, was wirklich passieren wird.
- Fest steht, dass die Notenbanken noch lange intervenieren werden. Sie stellen sicher, dass Staatsanleihen sichere Häfen bleiben, allerdings bei wenig interessanten Renditen.
- Attraktiver scheinen Unternehmensanleihen zu sein.

Staatsanleihen trennen sollen. Vielleicht müssen die Rückflüsse noch viele Jahrzehnte lang wieder angelegt werden. Gerade für die Europäische Zentralbank (EZB) kann dies eine schwierige Entscheidung sein, könnte sich die Rückkehr zum Kapitalschlüssel dadurch doch noch sehr lange hinziehen.

Der Markt hat die Hilfspakete und ihr großes Volumen meist begrüßt. Die Investoren sehen über den katastrophalen BIP-Einbruch in der ersten Jahreshälfte hinweg. Wie hoch es in diesem Jahr insgesamt sein wird, ist recht unwichtig. Entscheidend ist, wie schnell sich die Wirtschaft im 3. und 4. Quartal erholt. Weil wir hoffen, dass die vielen Einschränkungen bereits in den Kursen enthalten sind, ähnelt das Wachstumsprofil in unserem Basisszenario dem Nike-Logo, dem sogenannten Swoosh. Vielleicht verursacht aber die Politik Kursschwankungen, wenn über die Zukunft der Konjunkturmaßnahmen diskutiert wird.

Investoren und Sicherheit

Angesichts der Einzigartigkeit des derzeitigen Schocks ist es aber wahrscheinlich müßiger denn je zu überlegen, was bereits in den Kursen enthalten ist. Die weltweite Markterholung seit dem 23. März signalisiert Optimismus, auch wegen der umfangreichen Hilfen von Regierungen und Notenbanken. Tatsächlich aber kennen wir das Profil der Erholung nicht genau. Die Wachstumsprognosen sind wenig ermutigend, und der Weg zurück zur Normalität wird kein schneller und einfacher sein. Es ist unklar, ob die Märkte diese Unsicherheit abbilden können.

Vor der Krise war das Problem für Investoren, dass alle Wertpapiere teuer waren. Die Risikoprämien waren aufgrund der insgesamt guten Weltkonjunktur niedrig, und im Zweifel würde die Geldpolitik es schon richten. Durch den Corona-Schock sind die Risikoprämien durch die Decke gegangen. Seit Jahren waren die Erträge der einzelnen Assetklassen nicht mehr so verschieden. Manche Finanzinstrumente sind noch teurer geworden, andere hingegen sehr viel billiger. Wegen der unsicheren Zukunft ist es nicht leicht, aus den Bewertungen Risiken abzuleiten.

Sicher ist aber, dass die Zinsen nicht steigen und die Notenbanken noch einige Zeit am Markt intervenieren werden, was die risikoadjustierten Erträge mancher Assetklassen stützt. An den Zinszahlungen von Staatsanleihen der Kernländer gibt es keine Zweifel, aber ihre Erträge sind nicht besonders interessant. Die Notenbanken stützen aber auch Unternehmensanleihen, deren Ertragsperspektiven besser sind. Die Unruhe im März ließ kurzlaufende Unternehmensanleihen stärker einbrechen als länger laufende, sodass ihre Renditen stärker gestiegen sind. Am US-Unternehmensanleihenmarkt war die Risikoprämie von Kurzläufern (gemessen als Rendite je Durationseinheit) so attraktiv wie seit dem Ende des Zinserhöhungszyklus im Jahr 2018 nicht mehr. In Europa sind die durationsbereinigten Renditen heute so hoch wie zuletzt während der Eurokrise 2012.

Die Erträge von Kurzläufern allein dürften aber nicht reichen, um die langfristigen Ertragsziele der meisten Investoren zu erfüllen. Gemessen an der Rendite je Durationseinheit scheint auch High Yield attraktiv. Allerdings haben wir es hier mit hoch verschuldeten Unternehmen zu tun, und die Renditen waren 2008 noch sehr viel höher. Hinzu kommt am US-Markt das Ölproblem: Noch immer entfallen etwa 9% des Marktvolumens auf den Energiesektor. Und doch sind so hohe Renditen wie heute selten. Es kommt nicht oft vor, dass wertlose Verkaufsoptionen für höhere Renditen sorgen.

Weil Unternehmensanleihen gestützt werden, können Unternehmen fortbestehen, die sonst in ihrer Existenz bedroht wären. Für Aktien ist dies außerordentlich gut. Manche Unternehmen werden aber scheitern, und manche Sektoren werden schrumpfen. Gemessen an den erwarteten Gewinnen scheinen Aktien zurzeit teuer. Umso schwerer ist es, die Kursentwicklung und die kurzfristigen Erträge zu prognostizieren. Langfristig dürften am Aktienmarkt jene Unternehmen am besten abschneiden, die von den zu erwartenden strukturellen Veränderungen der Wirtschaft profitieren. Gesundheits-, Ernährungs- und Beschäftigungssicherheit dürften wichtiger werden. Geschäftsmodelle, Lieferketten und Mitarbeiterengagement werden sich ändern. All dies sorgt für Chancen. Irgendwann werden wir klarer sehen, wie die Erholung abläuft. Dann werden auch Aktien wieder wichtiger, sorgen sie doch dafür, dass die Vermögen wieder steigen.

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

Unsere Sicht auf Anlageklassen

Asset-Allokation

Wichtigste Assetklassen

Aktien	▲
Anleihen	▲
Rohstoffe	
Kasse	▼

Aktien

Industrielländer

Euroraum	▲
Großbritannien	
Schweiz	
USA	▲
Japan	

Emerging Markets und Sektoren

Emerging Markets	
Europa: Öl und Gas	
Europa: Telekommunikation	
USA: Industrie	
USA: Konsumgebrauchsgüter	

Anleihen

Staatsanleihen

Kerneuropa	
Peripherieländer Europa	
Großbritannien	
USA	

Inflationsindexierte Anleihen

US-Dollar	
Euro	

Unternehmensanleihen

Investmentgrade Euro	▲
Investmentgrade US-Dollar	▲
High Yield Euro	
High Yield US-Dollar	

Emerging-Market-Anleihen

Emerging-Market-Anleihen	
--------------------------	--

Legende Negativ Neutral Positiv Letzte Änderung ▲ Anhebung ▼ Verringerung

Quelle: AXA IM Research, Stand 24. April 2020

Konjunkturprognosen im Überblick

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 23. April 2020

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 23. April 2020

* Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

Zentralbankprognosen

Zentralbankpolitik						
Sitzungen und erwartete Änderungen (Zinsen in Bp./QE in Mrd.)						
		Aktuell	2. Quartal 2020	3. Quartal 2020	4. Quartal 2020	1. Quartal 2021
USA (Fed)	Datum	0–0,25	28.–29. Apr. 9.–10. Juni	28.–29. Juli 15.–16. Sep.	4.–5. Nov. 15.–16. Dez.	26.–27. Jan. unbestätigt
	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	30. Apr. 4. Juni	16. Juli 10. Sep.	29. Okt. 10. Dez.	unbestätigt unbestätigt
	Leitzins		k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)
Japan (BoJ)	Datum	-0,1	27.–28. Apr. 15.–16. Juni	21.–22. Juli 16.–17. Sep.	28.–29. Okt. 17.–18. Dez.	unbestätigt unbestätigt
	Leitzins		k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)
Großbritannien (BoE)	Datum	0,10	7. Mai 18. Juni	6. Aug. 17. Sep.	5. Nov. 17. Dez.	4. Feb. 18. März
	Leitzins		k.Ä. (0,10)	k.Ä. (0,10)	k.Ä. (0,10)	k.Ä. (0,10)

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 23. April 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