

Konjunktur: Swoosh oder Push?

Monatliche Investmentstrategie

Der *Swoosh* ist da: Was tun?

Die jüngsten Daten passen zu unserem Basisszenario: Die V-förmige Erholung der Weltwirtschaft bleibt aus. Stattdessen haben wir es mit einem *Swoosh* zu tun; nach der ersten spektakulären Erholung lässt das Wachstum wieder nach. Einmal mehr steht die Angebotsseite im Blickpunkt, da immer mehr Regionen partielle Lockdowns verhängen. Sie sind zwar nicht so streng wie die Maßnahmen im März und April, schränken manche Sektoren aber doch erheblich ein, beispielsweise das Gastgewerbe. Die offensichtliche Nachfrageschwäche wird dadurch noch problematischer. Da sich der Arbeitsmarktausblick weiter verschlechtert, wird Vorsichtssparen den Konsum zwangsläufig bremsen.

Unter solchen Bedingungen ist eine berechenbare, expansive Politik entscheidend für das Geschäftsklima. Doch in den USA blockieren sich Demokraten und Republikaner. Erst wurden große Fiskalpakete aufgelegt, doch jetzt können sich die Parteien im Kongress nicht über ein neues Notfallpaket einigen. Da die Wahlen näher rücken und bei diesem wichtigen Thema keine Seite für ein Scheitern verantwortlich gemacht werden will, scheint ein Deal noch immer möglich. Letztlich wird ein neues mittelfristiges Fiskalprogramm aber wohl erst nächstes Jahr wirken, also nach den Wahlen. Hinzu kommt, dass die US-Politik noch unberechenbarer werden kann, da die Wahlen vielleicht angefochten werden.

In Europa stehen 2021 zum Glück nur wenige Wahlen an, was die Politik und ihre Auswirkungen auf Unternehmen und Haushalte berechenbarer macht. Deutschland und Frankreich haben für 2021 und 2022 schon große Konjunkturprogramme angekündigt. Und doch gerät in Europa der vor dem Sommer in Aussicht gestellte Zeitplan in Gefahr: Die neuen mittelfristigen Programme sollten wirken, wenn die Notfallmaßnahmen allmählich auslaufen. Aber die neuen partiellen Lockdowns verlangen eine Verlängerung dieser sehr teuren Maßnahmen. Vor zwei Wochen gab die französische Regierung bekannt, dass das Kurzarbeitergeld im Oktober jetzt doch nicht gesenkt wird. Das Programm wird stattdessen bis zum nächsten Sommer unverändert fortgeführt.

Ein neuer geldpolitischer Push

In Europa muss die Geldpolitik daher weiter für lockere Finanzbedingungen sorgen, damit die Regierungen eine noch expansivere Fiskalpolitik betreiben können. Und in den USA muss die Geldpolitik, zumindest eine Zeitlang, für zwei arbeiten und die ausbleibenden Konjunkturprogramme kompensieren. In Industrieländern, deren Zinsen schon vor der Pandemie sehr niedrig waren, kann die Geldpolitik wohl nicht mehr viel tun. Am meisten können Notenbanken zurzeit wohl dadurch ausrichten, dass sie eine expansive Fiskalpolitik ermöglichen.

Im Überblick

- Abgesehen von einem technischen Aufschwung erlebt die Welt keine V-förmige Erholung.
- Geld- und Fiskalpolitik bleiben wichtig. Mit dem Wiederaufflammen des Virus werden die fiskalpolitischen Hilfen in Europa verlängert. In den USA hat man sich aber noch nicht auf ein neues Hilfspaket verständigt.
- Die Geldpolitik der Fed bleibt expansiv, aber sie muss jetzt für zwei arbeiten. Im Dezember dürfte auch die Europäische Zentralbank neue Maßnahmen bekannt geben.
- Credits dürften Staatsanleihen hinter sich lassen, allerdings müssen die Unternehmensgewinne zulegen.

Die Federal Reserve (Fed) ist zu einer Steuerung der Durchschnittsinflation übergegangen und lässt in Zukunft ein gewisses Überschießen der Inflationsrate zu. Damit lockert sie ihre Geldpolitik weiter, passend zu den auf absehbare Zeit niedrigen Zinsen. „Lower for longer“ heißt die Devise. Dass der Offenmarktausschuss keine neuen „harten“ Maßnahmen bekannt gab, etwa eine Steuerung der Langfristrenditen, fällt da nicht sehr ins Gewicht. Ermutigend waren auch die jüngsten Äußerungen der Europäischen Zentralbank (EZB). Der Markt deutete Christine Lagardes Äußerungen auf ihrer letzten Pressekonferenz zwar als Andeutung einer strafferen Geldpolitik, doch wurde das durch mehrere Reden und Interviews anderer Ratsmitglieder mehr als ausgeglichen. Sie alle betonten, dass die Notenbank handeln werde. Wir rechnen weiter damit, dass das Pandemienotfallprogramm (PEPP) im Dezember verlängert und aufgestockt wird. Die Staatsanleihen, die im neuen Jahr zusätzlich emittiert werden müssen, könnten dann schnell aufgekauft werden.

Einmal mehr müssen die Marktteilnehmer entscheiden, was wichtiger ist: die wachsenden Konjunkturrisiken, die ungünstig für die Unternehmensgewinne sind und zu steigenden Ausfallquoten von Unternehmensanleihen führen können, oder die beruhigend expansive Geldpolitik und die zusätzliche Liquidität. Bis jetzt hatten in diesem Jahr immer die Optimisten recht. Dennoch fürchten wir nachlassende Erträge. Die geldpolitischen Maßnahmen ersetzen private durch öffentliche Ausgaben, sichern aber nicht unbedingt die Unternehmensgewinne.

Gewinne und Inflation

Zweierlei ist für den Investmentausblick wichtig: Inflation und Unternehmensgewinne. Zwar kann die monatliche Teuerung in den nächsten Monaten schwanken, doch scheint die von den Notenbanken gewünschte Durchschnittsinflation weit entfernt. Die Notenbanken dürften daher weiter die Inflationserwartungen forcieren und die Zinsen niedrig halten. Wesentlich steilere Zinsstrukturkurven – ein klassischer Hinweis auf einen Aufschwung – werden dadurch aber wohl verhindert. Viele nennen das Finanzrepression.

Die Erträge von Staatsanleihen sind aufgrund der nachlassenden Volatilität bereits zurückgegangen und dürften auf absehbare Zeit niedrig bleiben. Sollte man an den Märkten mit einer Inflation gemäß den Notenbankzielen rechnen, könnten inflationsindexierte Anleihen durchaus etwas besser abschneiden als klassische Titel. Außerdem glauben wir, dass man mit Credits mehr als den risikolosen Zins verdienen wird, falls die Spreads nicht zulegen.

Bei einer Inflation auf dem derzeitigen Niveau waren Aktien in der Vergangenheit meist hoch bewertet. Bei einer niedrigeren oder höheren US-Inflation (unter 1% bzw. über 4%) waren die Kurs-Gewinn-Verhältnisse hingegen eher niedriger. Kurzfristig scheint eher eine niedrigere Inflation denkbar, auf die die Notenbanken dann weiter reagieren werden. Bei einer niedrigeren Inflation haben die Unternehmen weniger Preismacht, was ihren Gewinnausblick dämpft. Deshalb ist es so wichtig, dass die Notenbanken handeln.

Wichtig für den Aktienmarktausblick ist die Entwicklung der Unternehmensgewinne, die auf absehbare Zeit mit niedrigen Zinsen abdiskontiert werden. Im derzeitigen Aufschwung wussten die Investoren das langfristige Gewinnpotenzial defensiver Wachstumssektoren wie Gesundheit und Technologie bislang zu schätzen. Sie bevorzugten diese Sektoren gegenüber Zyklischen, die stärker unter der schwachen Weltkonjunktur leiden. Den aktuellen Schätzungen für den S&P 500 zufolge dürften die Gewinne der Krisensektoren wie Grundstoffe, Industrie und zyklische Konsumgüter nur leicht steigen. Sollte die Weltkonjunktur aufgrund einer zweiten Coronawelle erneut nachgeben, sind hier neue Enttäuschungen denkbar. Trotz der jüngsten Volatilität und der Möglichkeit neuer Regulierungen und Steuererhöhungen könnten sich Sektoren wie Technologie weiter gut entwickeln. Ihre Gewinne wachsen stabil, und die Langfristtrends sprechen für sich.

Es ist zu hoffen, dass die Gewinne früher steigen als die Inflation. Wenn die Gewinnerwartungen zulegen, werden die Gewinne dann noch einige Zeit mit den derzeitigen Zinsen abdiskontiert. Falls die Erholung 2021 wie erwartet weitergeht, könnte dies gut für Zyklische sein. Zwar sorgen die US-Wahlen für Unruhe, und es ist unklar, wie sich die Pandemie im Winter entwickelt – doch entscheidend für den Investmentausblick bleiben das Wirtschaftswachstum und die Entwicklung der Unternehmensgewinne im Verhältnis zur Inflation.

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

Konjunkturprognosen im Überblick

Jahresprognosen BIP (%)	2019	2020*		2021*	
	AXA IM	AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens
Welt	2,9	-4,2		5,4	
Industrieländer	1,7	-6,4		4,8	
USA	2,3	-4,7	-5,2	4,6	4,0
Euroraum	1,3	-7,7	-7,9	5,2	5,7
Deutschland	0,6	-5,3	-6,1	4,3	4,7
Frankreich	1,3	-9,6	-9,6	7,4	7,2
Italien	0,3	-9,7	-10,2	4,9	5,7
Spanien	2,0	-11,7	-11,7	6,9	6,9
Japan	0,7	-5,8	-5,3	3,1	2,5
Großbritannien	1,4	-10,0	-9,9	7,5	6,4
Schweiz	0,9	-6,5	-5,6	4,5	4,4
Emerging Markets	3,6	-3,0		5,8	
Asien	5,2	0,5		7,2	
China	6,1	2,3	2,1	8,0	7,8
Südkorea	2,0	-2,8	-1,1	4,5	3,3
Sonstiges Asien	4,4	-1,3		6,5	
Lateinamerika	0,1	-6,5		6,5	
Brasilien	1,1	-7,4	-6,2	8,3	3,2
Mexiko	-0,1	-6,8	-9,6	7,0	3,6
Europa	2,1	-6,6		5,7	
Russland	1,3	-6,1	-5,1	3,7	3,4
Polen	4,1	-5,0	-4,1	5,4	4,5
Türkei	0,9	-5,6	-4,4	6,5	5,2
Sonstige Emerging Markets	1,5	-4,2		3,3	

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

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 23. September 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 2020	1. Quartal 2021	2. Quartal 2021	3. Quartal 2021
USA (Fed)	Datum	0–0,25	4.–5. Nov. 15.–16. Dez.	26.–27. Jan. 16.–17. März	27.–28. Apr. 15.–16. Juni	27.–28. Juli 21.–22. Sep.
	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	29. Okt. 10. Dez.	21. Jan. 11. März	22. Apr. 10. Juni	22. Juli 9. Sep.
	Leitzins		k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)
Japan (BoJ)	Datum	-0,10	28.–29. Okt. 17.–18. Dez.	20.–21. Jan. 18.–19. März	26.–27. Apr. 17.–18. Juni	15.–16. Juli 21.–22. Sep.
	Leitzins		k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)
Großbritannien (BoE)	Datum	0,10	5. Nov. 17. Dez.	4. Feb. 18. März	6. Mai 24. Juni	5. Aug. 23. Sep.
	Leitzins		k.Ä. (0,10)	k.Ä. (0,10)	k.Ä. (0,10)	k.Ä. (0,10)

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 23. September 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 weitergeben 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