

Ein Unglück kommt selten allein

Monatliche Investmentstrategie

Vorübergehend und keine Katastrophe – aber un schön

In Europa hat sich die Wirtschaft später von den massiven BIP-Einbußen des letzten Jahres erholt als in China und in den USA. Aber jetzt ist Europa stabil, während der Aufschwung anderswo stark an Tempo verliert. Als nach dem Neustart der Wirtschaft der erste Nachholbedarf gedeckt war, musste es irgendwann so weit sein. Doch jetzt kommen mehrere Negativfaktoren zusammen, die sich gegenseitig verstärken. Das bedeutet zwangsläufig weniger Wachstum.

Erstens kämpft das amerikanische Gesundheitssystem aufgrund der Delta-Variante wieder mit Kapazitätsproblemen, auch weil die Impfkampagne nach dem sehr überzeugenden Beginn ins Stocken geraten ist. Noch zögern die Behörden mit neuen, umfangreichen Kontaktbeschränkungen. Wie es scheint, nehmen die Bürger die Sache aber selbst in die Hand und meiden erneut Restaurants und Freizeiteinrichtungen. Auffällig ist, dass die Menschen selbst in Städten mit einer sehr hohen Impfquote – wie New York – deutlich weniger Geld in Restaurants lassen.

Zweitens haben der starke Anstieg der Lebensmittel- und Energiepreise sowie die Zweitrundeneffekte der weltweiten Halbleiterknappheit die Verbraucherpreise erheblich steigen lassen und die Kaufkraft gedämpft. In den USA ist dies ausgeprägter als in Europa. Aber auch bei uns ist die Inflation in den letzten Monaten deutlich gestiegen, auch wegen der höheren Strompreise.

Drittens hindern die weltweiten Lieferkettenstörungen das Verarbeitende Gewerbe daran, die hohe Nachfrage zu erfüllen. Besonders zeigt sich dies in der deutschen Automobilindustrie, wo die Differenz zwischen bestellten und produzierten Fahrzeugen nie höher war.

Viertens ist die Fiskalpolitik in China trotz Corona längst nicht so expansiv wie im Westen, was den Konsum noch immer schwächt. Hinzu kommen die Regulierungsverschärfungen im für das Land so wichtigen Immobiliensektor, der direkt und indirekt etwa ein Viertel des BIP erwirtschaftet. Das schadet der Wirtschaft und führt zu Stabilitätswiseln. Im August lagen alle wichtigen chinesischen Konjunkturindikatoren (mit Ausnahme der Außenhandelszahlen) hinter den Erwartungen. Schon jetzt hat die schwächere chinesische Nachfrage Auswirkungen auf die wichtigsten Exportnationen; die deutschen Exporte nach China sind im Sommer eingebrochen.

Ermutigend ist hingegen, dass all dies wohl nicht von Dauer sein wird und gut handhabbar scheint. Die jüngsten Daten sprechen dafür, dass die Delta-Variante in den USA ihren Höhepunkt erreicht hat. Die Kaufkraft mag nachgelassen haben, aber die Haushaltskassen in den Industrieländern sind wegen der hohen Ersparnisse aus dem Vorjahr gut gefüllt. Zwar kann es noch dauern, bis die Lieferkettenstörungen behoben sind – aber es gibt klare Anzeichen dafür, dass der Preisanstieg in den am stärksten betroffenen Sektoren, wie der amerikanischen Gebrauchtwagenbranche, allmählich nachlässt. Und der chinesische Abschwung ist

Im Überblick

- Die Weltwirtschaft kämpft mit der schlimmen Delta-Welle in den USA, Kaufkrafteinbußen durch die steigende Inflation, der schwächeren Industrieproduktion aufgrund von Lieferkettenstörungen und dem Abschwung in China.
- All dies ist aber wohl nur vorübergehend und handhabbar. Der Aufschwung wird gebremst, kommt aber nicht zum Stillstand.
- Zu optimistische Investoren wurden aber auf dem falschen Fuß erwischt. Noch realisieren sie lediglich Gewinne, aber eine größere Korrektur ist nicht auszuschließen. Sichere Häfen wie der Schweizer Franken, der japanische Yen und der US-Dollar dürften davon profitieren.
- September und Oktober dürften die bislang volatilsten Monate des Jahres werden. Anleihen könnten sich unterdessen stabilisieren, risikobehaftete Titel könnten wieder interessanter werden.

reversibel, ist er doch im Wesentlichen hausgemacht und eine Folge der Politik. Zwar möchte der Staat die Immobilienspekulation eindämmen, doch ist das nicht ohne Risiko für die soziale Stabilität, die der chinesischen Regierung stets sehr wichtig ist. Auf zu radikale Maßnahmen wird man daher verzichten. Wir glauben, dass Peking zum Jahresende wieder zu einer wachstumsfreundlicheren Politik zurückkehrt.

Und doch ist die Lage an den Märkten nicht einfach, hatte man doch mit dem vollständigen Ende der Pandemie und einer ruhigen Zeit gerechnet. Auch die Notenbanken wurden in gewisser Weise auf dem falschen Fuß erwischt. Der Konjunkturoptimismus der EZB und die Diskussionen über einen möglichen Inflationsanstieg waren verfrüht. Dennoch kommt der Aufschwung in unserem Basisszenario nicht zum Stillstand, auch wenn er gebremst wird, und an der Erwartung einer maßvollen Normalisierung der Geldpolitik hat sich kaum etwas geändert. Allerdings könnte es in den nächsten Wochen und Monaten an den Märkten etwas turbulenter werden.

Schlechtere Stimmung

In den letzten 18 Monaten haben risikobehaftete Assetklassen – Credits und Aktien – vor allem von der sehr expansiven Geld- und Fiskalpolitik, der Impfstoffentwicklung und zuletzt auch von der Normalisierung der Konjunktur profitiert. Zusammen hat dies zu stark überdurchschnittlichen Erträgen geführt. Zwar gab es etwas Volatilität, als die Investoren neue Virusvarianten, Angebotsstörungen, mehr Inflation und eine zu frühe Straffung der Geldpolitik fürchteten. Am Ende behielten die grundsätzlich guten Rahmenbedingungen aber die Oberhand, was Aktien und Unternehmensanleihen gleichermaßen nützte. In der ersten Jahreshälfte 2021 legten die Unternehmensgewinne enorm zu. Es gab weniger Zahlungsausfälle, und die Unternehmensfinanzen sind stabil. Aus fundamentaler Sicht spricht daher wenig für einen ausgeprägten Pessimismus.

Wir wissen aber auch, dass an den Märkten nicht nur die Fundamentaldaten zählen. So sehr wir uns der Positivfaktoren bewusst sind, so sehr wissen wir auch, dass viele Assetklassen und Märkte mittlerweile recht teuer geworden sind. Das gilt vor allem für Anleihen. Sowohl die Renditen als auch die Credit Spreads sind seit Längerem so niedrig wie nur selten seit der internationalen Finanzkrise. An den Aktienmärkten sind die Kurs-Gewinn-Verhältnisse weiter gestiegen, obwohl die Gewinnerwartungen – vielleicht zu Recht – zugelegt haben. Viel spricht dafür, dass das Quantitative Easing die Bewertungen aller Assetklassen in die Höhe getrieben hat. Es überrascht daher nicht, dass in vielen Industrieländern auch die Hauspreisentwicklung Sorgen macht. Die reichlich vorhandene Liquidität und die hohen Sparquoten während der Pandemie haben die Assetpreise steigen lassen. Wer jetzt investieren möchte, steht vor großen Herausforderungen.

Zurzeit scheinen die Anleger etwas nervöser zu werden, nachdem es lange Zeit keine größeren Verluste gab. Auffällig sind die zuletzt pessimistischeren Prognosen der Investmentbanken. Manche scheinen zu glauben, dass „die Kurse nicht immer nur steigen können“. Die Anlegerstimmung scheint allmählich nachzulassen, zumal die anhaltenden Angebotsstörungen, massiv steigende Energiepreise, Probleme am chinesischen Kreditmarkt und weltpolitische Spannungen den Aufschwung bedrohen könnten. Zwar glauben wir, dass viele der aktuellen Probleme durch Verbesserungen auf der Angebotsseite oder politische Maßnahmen gelöst werden können. Das bedeutet aber nicht, dass die Marktteilnehmer einfach nur abwarten, bis sich die Dinge entspannen. Aus der wachsenden Bereitschaft zu Gewinnmitnahmen könnte leicht eine ausgeprägte Marktkorrektur werden. Dann könnten die US-Staatsanleiherenditen in Richtung 1% fallen, die Credit Spreads könnten sich ausweiten, und die Aktienkurse würden weiter zurückgehen. Das wäre gut für Währungen, die traditionell als sichere Häfen gelten, etwa für den Schweizer Franken oder den japanischen Yen. Auch der US-Dollar könnte davon profitieren, vor allem, wenn sich die wieder risikoscheueren Investoren von Emerging-Market-Titeln trennen.

Kurzfristig sollte man ein solches Negativszenario nicht völlig ausschließen. Dabei sollte man aber nicht vergessen, dass es auch eine Chance sein kann. Wenn die Volatilität zunimmt, könnten die Notenbanken noch länger an der expansiven Geldpolitik festhalten. Vielleicht würde die Fed sogar das Tapering hinauszögern, wenn sich die Marktliquidität verschlechtert. Da die Fiskalpolitik in Europa und den USA noch länger expansiv bleiben und man die Geldpolitik bei Bedarf auch erst später normalisieren kann, ist der Aufschwung selbst nicht in Gefahr. Eine Marktkorrektur in den traditionell volatilen Monaten September und Oktober könnte allerdings für Kaufgelegenheiten sorgen, zumal im neuen Jahr mit einer niedrigeren Inflation und weniger Lieferkettenstörungen zu rechnen ist. Bis dahin sollte man sich aber auf eine höhere Volatilität als in den ersten acht Monaten dieses Jahres gefasst machen. Die Zeit der ganz großen Aktiengewinne dürfte vorbei sein, und an den Credit-Märkten wird man sich allmählich einiger mittelfristiger Risiken bewusst. Die allergrößte Überraschung wäre, wenn die US-Zehnjahresrendite zum Jahresende wieder so niedrig ist wie zu Jahresbeginn, nämlich 1%. Die Anleihepessimisten hätten dann wieder einmal falsch gelegen.

[Hier können Sie die komplette September-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	▼
Europäische Zykliker/Substanzwerte	▼
Basket-Zertifikate (Euro)	▲
Euro-Finanzwerte	▲
US-Finanzwerte	▼
Russell 2000 Index	▼
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 Macro Research, Stand 22. September 2021

Konjunkturprognosen im Überblick

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 21. September 2021

* Prognose

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 21. September 2021

* Prognose

Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

Zentralbankprognosen

Zentralbankpolitik						
Sitzungen und erwartete Änderungen (Zinsen in Bp./QE in Mrd.)						
		Aktuell	4. Quartal 2021	1. Quartal 2022	2. Quartal 2022	3. Quartal 2022
USA (Fed)	Datum	0–0,25	2.–3. Nov. 14.–15. Dez.	25.–26. Jan. 15.–16. März	3.–4. Mai 14.–15. Juni	26.–27. Juli 20.–21. 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	-0,5	28. Okt. 16. Dez.	20. Jan. 10. März	14. April 9. Juni	21. Juli 8. Sep.
	Leitzins		k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)
Japan (BoJ)	Datum	-0,1	27.–28. Okt. 16.–17. Dez.	17.–18. Jan. 17.–18. März	27.–28. April 16.–17. Juni	20.–21. 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	4. Nov. 16. Dez.	3. Feb. 17. März	5. Mai 16. Juni	4. Aug. 15. Sep.
	Leitzins		k.Ä. (0,10)	k.Ä. (0,10)	k.Ä. (0,10)	k.Ä. (0,10)

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 21. September 2021

Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

Unsere Analysen finden Sie auf unserer Webseite: <http://www.axa-im.com/en/insights>



Insights Hub

The latest market and investment
insights, research and expert views
at your fingertips

www.axa-im.com/insights

Wichtige Hinweise

Dieses Dokument dient nur zur Information. Es ist kein Investmentresearch und keine Finanzanalyse im Zusammenhang mit Transaktionen in Finanzinstrumenten im Sinne von MiFID II (Richtlinie 2014/65/EU). Es ist auch kein Angebot von AXA Investment Managers oder einer Tochtergesellschaft, eine Anlage oder ein Produkt zu kaufen oder eine Leistung in Anspruch zu nehmen. Das Dokument sollte auch nicht als Aufforderung oder Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung, als Empfehlung für eine Anlagestrategie oder als personalisierte Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren angesehen werden.

Dieses Dokument basiert auf Daten, Projektionen, Prognosen, Annahmen und Hypothesen, die subjektiv sind. Analysen und Schlussfolgerungen entsprechen unserem Wissensstand bei Redaktionsschluss.

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.

Alle Informationen in diesem Dokument basieren auf öffentlichen Daten offizieller Herausgeber von Wirtschafts- und Marktstatistikunternehmen. AXA Investment Managers lehnt jegliche Haftung für die Verwendung dieser Informationen und daraus resultierende Folgen ab. Alle Informationen sind, sofern nicht anders angegeben, zum Veröffentlichungszeitpunkt dieses Dokuments aktuell.

Hierin enthaltene Daten, Projektionen, Prognosen, Annahmen, Hypothesen und/oder Einschätzungen sind subjektiv und werden möglicherweise nicht im gesamten Unternehmen und von Tochtergesellschaften genutzt oder geteilt, die auf Grundlage ihrer eigenen Meinungen tätig werden. Jegliche teilweise oder vollständige Vervielfältigung dieser Informationen ist ohne anderslautende Genehmigung von AXA IM untersagt.

Herausgegeben in Großbritannien von AXA Investment Managers UK Limited, einem von der britischen Financial Conduct Authority zugelassenen Unternehmen. Eingetragen in England und Wales unter der Nummer 01431068. Eingetragener Unternehmenssitz: 22 Bishopsgate London EC2N 4BQ.

In anderen Ländern wird dieses Dokument von den jeweiligen Tochtergesellschaften von AXA Investment Managers SA herausgegeben.

© AXA Investment Managers 2021. 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