

Omikron und Makro

Monatliche Investmentstrategie

Wie gefährlich ist Omikron?

Wir hatten gehofft, uns in der letzten Investmentstrategie vor den Feiertagen nicht erneut mit Corona befassen zu müssen. Mit der Omikron-Variante gibt es im neuen Jahr aber auch neue Risiken. Bei Redaktionsschluss war vieles noch unbekannt, auch wenn bereits einige quantitative Studien vorliegen. Sie erlauben erste vorsichtige Schlussfolgerungen für die Weltwirtschaft.

Die britische Health Security Agency hat 581 symptomatische Omikron-Fälle untersucht (allerdings, ohne den Schweregrad zu berücksichtigen). Demnach bieten zwei AstraZeneca-Impfungen keinen statistisch signifikanten Schutz. Bei zwei BionTech-Impfungen sieht es etwas besser aus. Mit Boostern scheint aber ein ordentlicher Schutz möglich, auch wenn er nicht so hoch ist wie bei der Delta-Variante. Beschleunigte Auffrischungsimpfungen scheinen daher das Mittel der Wahl. Bei angenommenen 75% Wirksamkeit reicht aber auch das nicht für eine Herdenimmunität, selbst wenn sich die Impfskeptiker doch noch überzeugen lassen. Beruhigend ist das also nicht. Wichtig ist aber auch die Schwere der Erkrankungen.

Omikron scheint wesentlich ansteckender als frühere Virusvarianten, doch gab es in Südafrika noch nicht signifikant mehr Todesfälle. Eine umfassende Studie der Versicherungsgesellschaft Discovery bestätigt erste Hinweise: Eine Analyse von 78.000 positiven Tests auf die Omikron-Variante kommt zu dem Schluss, dass die um den Impfstatus bereinigte Wahrscheinlichkeit einer Krankenhauseinweisung bei Omikron um 29% niedriger ist als beim Wildtyp. Zwei BionTech-Impfungen bieten einen 70-prozentigen Schutz vor einer Krankenhauseinweisung und einen 30-prozentigen vor einem symptomatischen Verlauf, was die Zahlen aus Großbritannien bestätigt. Nicht untersucht wurde allerdings der Nutzen von Auffrischungsimpfungen. Anzunehmen ist aber, dass sie noch besser vor einer Krankenhauseinweisung schützen.

Umso naheliegender ist es, die Booster-Kampagne zu forcieren. So schnell wie möglich sollten möglichst viele Menschen ein drittes Mal geimpft werden, um strengere Kontaktbeschränkungen zu vermeiden. Beim Impftempo der letzten Woche, das bereits überschritten wurde, könnten innerhalb von zwei bis zweieinhalb Monaten 75% der Europäer ein drittes Mal geimpft werden. In den USA bräuchte man dazu allerdings über ein halbes Jahr. Auch würde man die Impfskeptiker nicht erreichen. Restriktionen für Ungeimpfte scheinen in Deutschland zu mehr Erstimpfungen geführt zu haben, wo einige Impfgegner recht ausdauernd waren. Optimal geschützt sein werden diese Konvertiten aber erst im Laufe des neuen Jahres.

Alles in allem könnten die hohe Übertragbarkeit der neuen Variante und die noch immer große Zahl ungeschützter Menschen in den nächsten Wochen neue Restriktionen erforderlich machen – etwa einen Wellenbrecher-Lockdown, damit das Gesundheitssystem nicht überlastet wird –, es sei denn, die neue Variante erweist sich gegenüber Delta als ungefährlicher. Das BIP-Wachstum würde in diesem Winter dann nachlassen, auch wenn es wohl bei einer Konjunkturdelle bliebe. Wir müssen nicht wieder ganz von vorn anfangen.

Auf diese Unsicherheit reagierten die Notenbanken unterschiedlich. Die Fed hat ihre Meinung geändert und fürchtet, dass uns die Inflation erhalten bleiben könnte, weil sie am Ende doch endogen statt exogen ist. Mit einem beschleunigten Tapering hatten wir schon länger gerechnet. Jetzt wird aber auch ein Zinserhöhungszyklus wahrscheinlicher, der schon Anfang 2022 beginnt. Im Median rechnen die Offenmarktausschussmitglieder mittlerweile mit drei Zinserhöhungen im neuen Jahr, sodass höhere Zinsen nicht mehr

Im Überblick

- Omikron scheint nicht so viele schwere Verläufe zu verursachen. Mehr Booster-Impfungen allein verhindern die Überlastung des Gesundheitssystems aber nicht unbedingt.
- Fed und EZB schätzen die Inflationsrisiken unterschiedlich ein.
- Konjunkturelle und technische Faktoren bestimmten die Märkte.
- Die Bewertungen bleiben hoch und könnten bei anhaltender Inflation unter Druck geraten.
- Behalten Sie 2022 die Realrenditen im Blick: Wir rechnen mit einem leichten Anstieg.

nur eine Möglichkeit, sondern feste Absicht sind. Die absehbare Verschärfung der Geldpolitik trotz Omikron zeigt, dass die Fed – wie in früheren Coronawellen – eine im Vergleich zu Europa größere Toleranz für Gesundheitsrisiken unterstellt und deshalb auch keinen massiven Konjunkturerinbruch erwartet. Beruhigend ist, dass der Markt diese frühe Straffung der Geldpolitik für ausreichend hält, um die Inflation im Keim zu ersticken. Die Langfristrenditen könnten dann niedrig bleiben. Dennoch sehen wir das Risiko von Übertreibungen. Interessant ist, dass die Inflationserwartungen auf Zehnjahressicht jetzt wieder unter dem Zielwert der Fed liegen. Offensichtlich schließt man am Anleihemarkt einen stärkeren Konjunkturerinbruch nicht aus.

Ganz anders geht die Europäische Zentralbank (EZB) vor: Zwar wird das Quantitative Easing 2022 verringert, doch ist man sich noch immer weitgehend sicher, dass der EZB-Rat die Zinsen nicht vor 2023 erhöht. Wir halten das für klug. Die wirtschaftliche Lage ist auf beiden Seiten des Atlantiks sehr verschieden. Im Euroraum ist die Inflation noch immer eher exogen, sodass sie spätestens 2023 nachlassen dürfte, und nach wie vor gibt es eine Outputlücke. Anders als in den USA ist die Nachfrage in Europa nicht zu hoch. Es wäre daher nicht sinnvoll, sie zu dämpfen, um die Inflation in Schach zu halten.

Könnten die Bewertungen fallen?

In den Industrieländern ist die Inflation so hoch wie seit vielen Jahrzehnten nicht mehr, und in den Kursen sind erste Zinserhöhungen im neuen Jahr bereits enthalten. Die langfristigen Anleiherenditen bleiben aber niedrig – im Vergleich zur aktuellen Inflation und auch zur Vor-Corona-Zeit. Trotz höherer Inflation und einer Straffung der Geldpolitik steigen die Renditen nicht. Können Anleger daher jetzt bedenkenlos in risikobehaftete Titel wie Credits und Aktien investieren?

Unsere Portfoliomanager analysieren regelmäßig die Ertragsperspektiven. Dabei berücksichtigen sie Faktoren wie Konjunktur, Bewertungen, Anlegerstimmung und Markttechnik. Die Konjunktur hat die Kurse gestützt, da sich die Wirtschaft dank der expansiven Geld- und Fiskalpolitik rasch erholt hat und sich die Fundamentaldaten der Unternehmen daher verbesserten. Die Gewinne je Aktie sind fast überall stark gestiegen, und die Ausfallquoten von Unternehmensanleihen hielten sich in Grenzen. Wichtig ist auch die Markttechnik. Dies zeigt sich am stärksten an den Anleihemärkten, wo die Käufe der Notenbanken ganz wesentlich für niedrige Renditen gesorgt haben. Seit Jahren drängen die Notenbanken ertragshungrige Investoren damit in Credits und High Yield, was die Fremdkapitalkosten der Unternehmen niedrig hält. Auch die Marktstimmung ist seit 2020 nicht zu unterschätzen. Die Impfungen sorgten für Optimismus, sodass die Aktienkurse immer weiter gestiegen sind.

All dem steht aber ein Faktor entgegen, der die Investoren schon seit einiger Zeit irritiert: die Bewertung. Und auch die anderen Faktoren können sich ändern. Die Wirtschaft wird weiterhin wachsen, aber nicht mehr so stark, ebenso wie die Unternehmensgewinne. Die Markttechnik von Anleihen wird sich verschlechtern, wenn die Fed weniger kauft, und die Marktstimmung leidet schon jetzt unter Omikron.

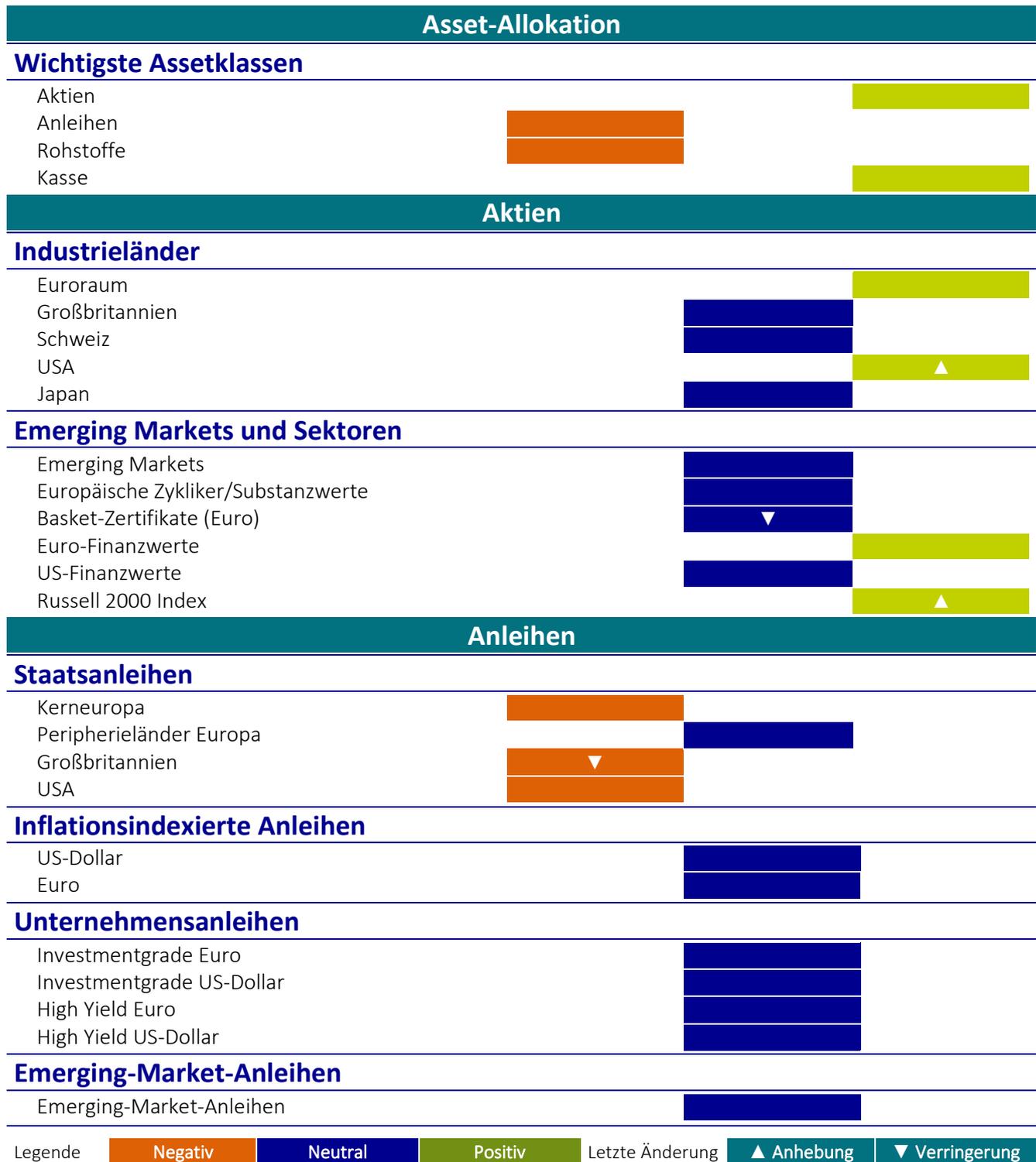
Zweifellos sind Anleihen und Aktien gemessen an der Inflation sehr teuer, vor allem in den USA. Wenn die Inflation überraschend hoch bleibt, sind gewisse Kurseinbußen wahrscheinlich. Die Renditen würden steigen und die Kurs-Gewinn-Verhältnisse fallen. Bis jetzt rechnet man am Markt mehrheitlich mit einem Inflationsrückgang im neuen Jahr. Dann scheinen die aktuellen Zinserwartungen angemessen. Am Anleihemarkt könnte man sich weiter über die Credit Spreads freuen – und am Aktienmarkt über das außerordentlich hohe Gewinnwachstum. Vielleicht sind die Erträge nicht so hoch wie 2021, aber Credits und internationale Aktien scheinen weiter interessant.

Man wird allerdings genau auf die Realrenditen achten müssen, könnten sie doch einen systematischen Bewertungsrückgang auslösen. Noch liegen sie deutlich unter null, aber nächstes Jahr werden sie wohl steigen. Der Anstieg wird sich zwar in Grenzen halten, analog zu den eher moderaten Zinserhöhungen der Fed, aber die kurzfristigeren Realrenditen (in den USA etwa im Fünfjahresbereich) haben schon jetzt zugelegt. Ein leichter Anstieg ist nicht allzu schlimm, doch könnten die Nominalrenditen dann über den Handelskorridor des Jahres 2021 hinaus steigen. Das Aufwärtspotenzial von US-Aktien wäre dann begrenzt. Auch ein größerer Realzinschock ist möglich, doch gab es das zuletzt 2013, als die Fed die Märkte mit dem Taper Tantrum überraschte. Hoffentlich hat sie den Markt diesmal besser vorbereitet.

Eine etwas schwächere Konjunktur, eine nicht mehr ganz so gute Markttechnik und gewisse Bewertungsrisiken dürften zu Erträgen um null bei Staatsanleihen aus den Kernländern, Erträgen leicht über null bei Credits und High Yield sowie hohen einstelligen Erträgen bei internationalen Aktien führen. Einstweilen bleiben wir für risikobehaftete Titel optimistisch. Entscheidend werden aber die Realrenditen sein, wenn im neuen Jahr die Zinsen angehoben werden.

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

Unsere Sicht auf Anlageklassen



Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 15. Dezember 2021

Konjunkturprognosen im Überblick

Jahresprognosen BIP (%)	2020	2021*		2022*		2023*	
		AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens
Welt	-3,2	5,7		4,2		3,6	
Industrieländer	-5,0	4,9		3,8		2,4	
USA	-3,4	5,5	5,5	3,5	4,0	2,7	-
Euroraum	-6,7	5,0	5,0	3,9	4,3	2,1	-
Deutschland	-4,9	2,6	2,7	3,5	4,3	1,9	-
Frankreich	-8,0	6,7	6,5	3,6	3,8	2,0	-
Italien	-8,9	6,2	6,1	3,7	4,2	1,9	-
Spanien	-10,8	4,3	5,0	5,5	5,9	3,0	-
Japan	-4,9	1,9	2,2	3,5	3,0	1,6	-
Großbritannien	-10,0	6,8	6,9	5,0	4,7	2,3	-
Schweiz	-2,5	3,5	3,4	3,0	3,0	1,6	-
Kanada	-5,3	4,4	5,0	3,7	4,1	2,6	-
Emerging Markets	-2,0	6,2		4,4		4,3	
Asien	-0,8	6,8		5,1		5,1	
China	2,3	7,9	8,0	5,0	5,1	5,3	-
Südkorea	-0,9	4,0	4,0	2,6	3,1	2,1	-
Sonstiges Asien	-4,6	5,8		5,5		5,3	
Lateinamerika	-7,1	6,2		2,6		2,5	
Brasilien	-4,1	5,1	4,9	1,2	1,1	2,0	-
Mexiko	-8,5	6,0	5,9	2,6	2,9	2,2	-
Europa	-2,1	5,9		3,8		2,8	
Russland	-3,0	4,5	4,2	3,2	2,6	2,0	-
Polen	-2,7	5,1	5,1	5,0	5,0	3,6	-
Türkei	1,8	9,5	8,9	3,6	3,5	3,0	-
Sonstige Emerging Markets	-2,4	4,2		4,1		3,9	

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 16. Dezember 2021

* Prognose

Jahresprognosen Inflation (%)	2020	2021*		2022*		2023*	
		AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens
Industrieländer	0,7	3,1		3,1		2,2	
USA	1,2	4,7	4,4	4,1	3,7	2,9	-
Euroraum	0,3	2,6	2,4	2,7	2,3	1,8	-
Japan	0,0	-0,2	-0,2	0,7	0,7	0,6	-
Großbritannien	0,9	2,4	2,4	3,8	3,7	1,9	-
Schweiz	-0,7	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7	-
Kanada	0,7	3,4	3,3	3,1	2,9	2,3	-

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 16. Dezember 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	-0,50	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	-0,10	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		+0,15 (0,25)	k.Ä. (0,25)	+0,25 (0,50)	k.Ä. (0,50)

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 16. Dezember 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