

Jetzt ist es so weit

Monatliche Investmentstrategie

Vertrauenskrise

Der Krieg in der Ukraine wirkt sich vor allem über die Energiepreise auf die Weltwirtschaft aus. In Europa zählt in erster Linie der Gaspreis, der seit seinem Höchststand von über 200 Euro/MWh Anfang März zum Monatsende auf etwa 100 Euro/MWh gefallen ist. Offensichtlich rechnet man nicht damit, dass Russland seine Lieferungen in die EU einstellt. Moskau braucht dringend Devisen, da die Notenbank auf den Großteil ihrer Währungsreserven keinen Zugriff mehr hat. Ohnehin fehlt es an einer kurzfristigen Alternative: Wenn die USA wie versprochen weitere 15 Milliarden Kubikmeter Flüssigerdgas (LNG) nach Europa exportieren, würde das nur 10% der Importe aus Russland ersetzen.

Trotz der wieder niedrigen Gaspreise spürt man im Euroraum aber allmählich die wirtschaftlichen Folgen des Krieges. Das gilt vor allem für Deutschland, wo die Erwartungskomponente des ifo-Geschäftsklimaindex für das Verarbeitende Gewerbe jetzt niedriger ist als während der Mini-Rezession 2012/2013. Auch das Verbrauchervertrauen ist im März drastisch eingebrochen, was das Ausmaß der Krise deutlich zeigt. Bis jetzt sind vor allem energieintensive Exportbranchen betroffen. Die Auswirkungen des Inflationsschocks auf den Konsum und damit auf den Dienstleistungssektor lassen sich durch eine expansivere Fiskalpolitik durchaus abmildern, und sowohl Frankreich als auch Deutschland haben ihre Konjunkturprogramme kurzfristig auf etwa 1% des BIP aufgestockt. Sollten die Verbraucher aber plötzlich pessimistischer werden, würde ein Großteil davon aufs Sparkonto wandern. Volkswirte sprechen von Vorsichtssparen.

In Europa scheint eine gewisse Arbeitsteilung stattzufinden: Die Fiskalpolitik soll die Konjunktur stärken, und die Europäische Zentralbank (EZB) soll dafür sorgen, dass die Inflationserwartungen nicht aus dem Ruder laufen. Wenn sich die Fiskalpolitik aber als stumpfes Schwert erweist, muss die EZB ihre „allmähliche“ Normalisierung vielleicht überdenken. Wegen des Inflationsdrucks halten wir die Hürden für eine noch expansivere Geldpolitik aber für hoch. Vielleicht wird sie erst später gestraft, aber mit einer Trendwende ist nicht zu rechnen.

Die Peripherieländer könnten dadurch unter Druck geraten. Einstweilen sind ihre Märkte aber recht stabil: Die italienischen Langfristrenditen liegen noch immer unter dem Durchschnittszins der italienischen Staatsschulden (2,5%), sodass die Schuldenlast handhabbar erscheint. Dennoch hatte man auf rasche Fortschritte bei der Ausgabe gemeinsamer europäischer Anleihen gehofft, spätestens, wenn die EZB aus dem Quantitative Easing aussteigt. Die EZB-Ratssitzung vom März war in dieser Hinsicht enttäuschend. Wahrscheinlich müssen wir auf echte Fortschritte bis Ende Mai warten, wenn die Europäische Kommission eine Studie hierzu vorlegt. Noch immer ist auch unklar, ob Deutschland solche Pläne wirklich unterstützt.

Die Gaspreise sind zwar gefallen, aber Öl bleibt teuer. Ein Grund dafür ist, dass die EU bei einer weiteren Eskalation russisches Öl leichter boykottieren kann als russisches Gas. Auf das weltweite Ölangebot hätte dies aber kaum Auswirkungen. Wichtiger für den Ölpreis dürften die latenten Spannungen mit der OPEC, der Verzicht auf mehr unkonventionelle Ölförderung in den USA (aus aufsichtsrechtlichen Gründen) und nicht zuletzt mögliche Lieferengpässe sein. Wie auch immer: Der Ölpreisanstieg treibt die Verbraucherpreisinflation in den USA, sodass die Fed mehr denn je bereit ist, „schnell und entschlossen“ zu handeln,

Im Überblick

- Gas ist wieder billiger, aber die Geschäfts- und Konsumklimaindizes zeigen die Auswirkungen des Krieges auf den Euroraum.
- Mit der Fiskalpolitik wollen viele Länder den Konjunkturschock mildern. Gemeinsame europäische Maßnahmen stehen aber noch aus.
- Wegen der steigenden Ölpreise ist die Fed mehr denn je bereit, „schnell und entschlossen“ zu handeln.
- Die Bewertungen sind gefallen.
- Die unsichere Konjunktur dämpft weiter die Anlegerstimmung.
- Credits scheinen allmählich wieder attraktiver.

um die Inflation wieder unter Kontrolle zu bringen. Zuletzt äußerte sie sich äußerst scharf. Der Anleihemarkt hat darauf reagiert – und die Zehnjahresrenditen sind endlich so hoch, wie die Federal Funds Rate den Prognosen des Offenmarktausschusses zufolge irgendwann sein wird. Wir bezweifeln aber, dass die Fed die Geldpolitik wirklich im geplanten Umfang straffen kann. Die amerikanischen Nominallöhne sind zwar gestiegen, aber die Reallöhne fallen, was die Kaufkraft der Verbraucher schwächen wird. Wenn dann noch die Unternehmen auf die strafferen Finanzbedingungen reagieren und – nach einem republikanischen Sieg bei den Zwischenwahlen – die Fiskalpolitik vielleicht bis Ende 2022 gelähmt ist, könnte es mit der derzeitigen „Überhitzung“ der US-Wirtschaft bald vorbei sein.

Fallende Bewertungen, aber sie sind alles andere als niedrig

Wegen der zunehmenden Unsicherheit durch Inflation, straffere Geldpolitik und den Konflikt in der Ukraine steigen die Risikoprämien aller Assetklassen. Die Kurse gehen also zurück. Aber heißt das wirklich, dass Aktien und Credits billiger werden? In den letzten Jahren hat vor allem das allgegenwärtige Quantitative Easing für Gewinne gesorgt – für steigende Anleihekurse und für niedrigere Risikoprämien aufgrund der bevorzugten Portfolioallokation. Überspitzt heißt das, dass sich viele Wertpapierkurse von den Fundamentaldaten entfernt haben. Jetzt stellen wir uns auf eine höhere Inflation und unsicherere Wachstumsaussichten ein. Man kann nicht mehr darauf vertrauen, dass es die Notenbanken schon richten.

Die Bewertungen sind längst nicht mehr so hoch wie nach der expansiven Geld- und Fiskalpolitik zu Beginn der Pandemie. Die deutschen Zehnjahresrenditen sind jetzt um 120 Basispunkte höher als Mitte 2020, und gerade erst sind die US-Staatsanleiherenditen nach einem Tiefststand von 0,5% Mitte 2020 auf 2,5% gestiegen. Auch die Credit Spreads haben sich ausgeweitet. Der Swap-Spread des europäischen Index beträgt jetzt 90 Basispunkte, doppelt so viel wie beim Corona-Tief. Ähnliche Bewegungen gab es bei High Yield und amerikanischen Credits.

Letztes Jahr sind auch die Bewertungen von Aktien zurückgegangen. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis des MSCI World Index (auf Basis von Vergangenheitsgewinnen) betrug Bloomberg zufolge im 4. Quartal 2020 32,9 und fiel dann 2021 auf 21,4. Wenn die Geldpolitik gestrafft wird, gehen die Kurs-Gewinn-Verhältnisse in der Regel um mehrere Punkte zurück. Natürlich fallen dann auch die Aktienkurse. Die meisten großen Aktienmärkte liegen dieses Jahr im Minus, ebenso wie – wegen der steigenden Renditen – die Anleihemärkte.

Interessant wird sein, wie die Anleger reagieren. Die jetzt niedrigeren Kurse sprechen für höhere Erträge. Durch die jüngsten Verluste haben sich vor allem Anleihen wesentlich schlechter entwickelt als im Vergangenheitsdurchschnitt. Wenn ihre Renditen jetzt weiter steigen, hat das geringere Auswirkungen auf die Erträge als der Anstieg zu Jahresbeginn 2021. In den USA sind die Zehnjahresrenditen gerade erst auf 2,5% gestiegen und liegen damit nur knapp unter den Erwartungen für die Federal Funds Rate im viel beachteten Dot Plot. Die flachen Zinsstrukturkurven und die Terminkurse sprechen dafür, dass die Renditen kaum noch weiter steigen.

Auch die Credit Spreads scheinen attraktiver. Werte wie jetzt führten oft zu Mehrertrag von Credits gegenüber Staatsanleihen. Die Rendite amerikanischer Investmentgrade-Titel beträgt jetzt fast 4%, und am High-Yield-Markt kann man sogar mehr als 6% verdienen. Außerdem liegen die Gewinnrenditen – also die Inversen der KGV – über ihrem Langfristdurchschnitt, sodass Aktien im Verhältnis zu Anleihen günstig scheinen. Dies gilt vor allem für Europa und Japan, wo die Anleiherenditen stabiler waren als in den USA.

Dennoch könnte es gefährlich sein, sich auf „Mean Reversion“ zu verlassen und darauf zu setzen, dass die Notenbanken keinen zu starken Zinsanstieg zulassen. Die Bewertungen sind jetzt zweifellos günstiger, aber die unsichere Konjunkturlage ist für viele Anleger eine große psychologische Hürde. Natürlich können die Erträge unter bestimmten Umständen wieder steigen. Gut wäre es, wenn die Inflation in den USA und Europa in den nächsten Monaten ihren Höchststand erreichte und nicht weiter zunähme. Vermutlich müsste sich auch die Lage in der Ukraine deutlich entspannen. Wenn dann noch die Lieferengpässe bei Energie und anderen Gütern etwas nachließen, würden die Investoren wieder Vertrauen fassen. Die Notenbanken könnten dann stärkere Zinserhöhungen in Aussicht stellen.

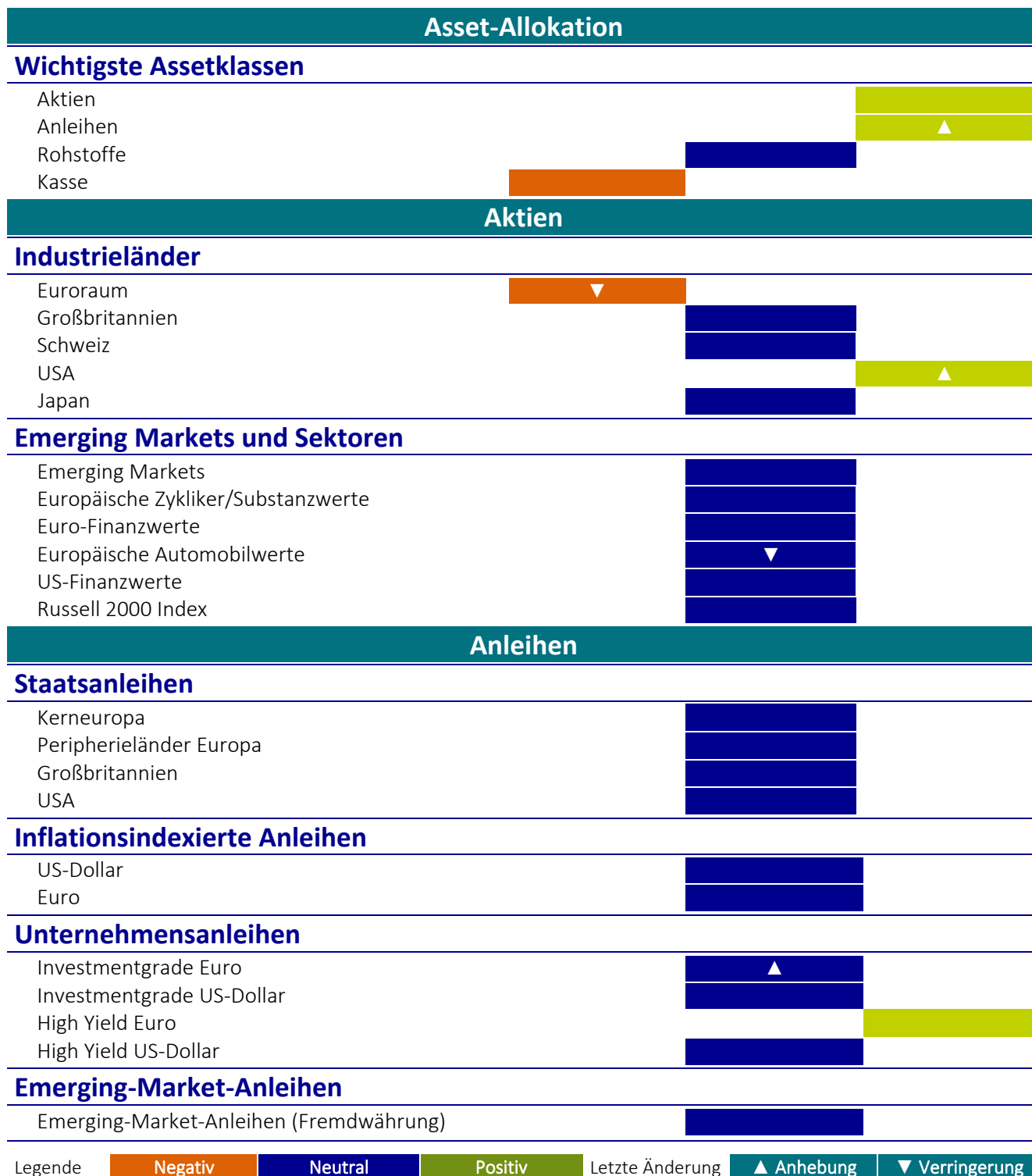
Anleiherenditen, Credit Spreads und die Bewertungen von Aktien signalisieren noch immer, dass viele Wertpapiere teurer sind als während des letzten Zinserhöhungszyklus in den USA. Investoren brauchen Vergleichsmaßstäbe. Die beste Orientierungshilfe ist zurzeit wohl der letzte Zinserhöhungszyklus mit einem Maximum von 2,5%. Inflation und weltpolitische Lage sind jetzt aber anders. Noch wissen wir nicht, ob die Kurse nicht noch weiter fallen müssen. Früher kam es nach dem Ende der Zinserhöhungen in den USA oft zu einer Rezession. Wenn sich das wiederholt, könnten die Gewinnerwartungen weiter herunterrevidiert werden, vor allem in den USA. Das wichtigste Risiko bleiben höhere Anleiherenditen und niedrigere Unternehmensgewinne. Bei einer anhaltend hohen Inflation, steigenden Ausgaben für Verteidigung, Gesundheit und Energiesicherheit und

nicht zuletzt wegen der dringenden Notwendigkeit von Netto-Nullemissionen könnte die Erinnerung an Negativzinsen und Kurs-Gewinn-Verhältnisse in den hohen 20ern schon bald verblassen.

Es ist nicht leicht, bei einer unsicheren Konjunkturlage vielversprechende Titel zu finden. Höhere Zinsen und Inflation sowie nachlassendes Wachstum bleiben die größten Risiken. Das spricht für Kurzläufer, Inflationsschutz und Aktien mit berechenbaren Unternehmensgewinnen. Mit Credits können Anleiheninvestoren vielleicht mehr verdienen. Um die Verluste der letzten sechs Monate auszugleichen, müssen sich die wichtigen Makrofaktoren aber grundlegend ändern.

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

Unsere Sicht auf Anlageklassen



Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 29. März 2022

Konjunkturprognosen im Überblick

Jahresprognosen BIP (%)	2020	2021*		2022*		2023*	
		AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens
Welt	-3,1	5,2		3,1		2,8	
Industrieländer	-5,0	3,4		2,0		1,2	
USA	-3,4	5,5	5,6	2,8	3,7	1,6	2,5
Euroraum (EWU-4)	-7,4	5,0		2,1		1,2	
Deutschland	-4,9	2,8	2,7	1,2	3,5	1,7	2,7
Frankreich	-8,0	7,0	6,6	2,7	3,8	1,0	2,1
Italien	-9,0	6,5	6,3	2,3	4,1	0,6	2,3
Spanien	-10,8	5,0	4,7	3,5	5,7	1,6	3,6
Japan	-4,9	1,7	1,8	2,5	2,8	1,8	1,8
Großbritannien	-10,0	7,2	7,0	3,8	4,3	0,7	2,0
Schweiz	-2,5	3,5	3,5	2,0	2,9	1,3	1,9
Kanada	-5,2	4,4	4,6	3,3	3,9	2,5	3,1
Emerging Markets	-1,9	6,3		3,8		3,8	
Asien	-0,8	6,8		5,1		5,0	
China	2,3	7,9	8,0	5,0	5,0	5,0	5,2
Südkorea	-0,9	4,0	4,0	2,0	3,0	2,0	2,6
Sonstiges Asien	-4,6	5,8		5,6		5,3	
Lateinamerika	-7,0	7,0		2,5		2,5	
Brasilien	-3,9	4,8	4,7	0,9	0,5	1,9	1,9
Mexiko	-8,5	4,8	5,6	2,4	2,3	2,2	2,3
Europa	-2,0	6,6		-0,3		0,9	
Russland	-2,7	4,7		-7,0		-3,0	
Polen	-2,5	5,8	5,3	4,2	4,7	3,3	3,8
Türkei	1,8	11,5	9,9	3,9	2,9	3,4	3,2
Sonstige Emerging Markets	-2,1	4,2		3,0		3,0	

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 29. März 2022

* Prognose

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 29. März 2022

* Prognose

Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

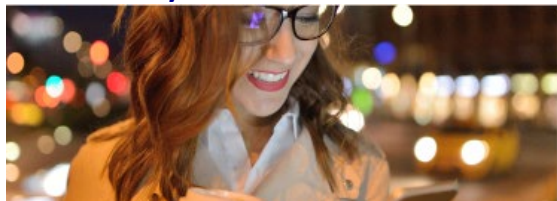
Zentralbankprognosen

Zentralbankpolitik						
Sitzungen und erwartete Änderungen (Zinsen in Bp./QE in Mrd.)						
		Aktuell	1. Quartal 2022	2. Quartal 2022	3. Quartal 2022	4. Quartal 2022
USA (Fed)	Datum		25.–26. Jan. 15.–16. März	3.–4. Mai 14.–15. Juni	26.–27. Juli 20.–21. Sep.	1.–2. Nov. 13.–14. Dez.
	Leitzins	0–0,25	+0,25 (0,25–0,5)	+0,50 (0,75–1,00)	+0,50 (1,25–1,50)	+0,25 (1,50–1,75)
	Datum		3. Feb. 10. März	14. April 9. Juni	21. Juli 8. Sep.	27. Okt. 15. Dez.
Euroraum (EZB)	Leitzins	-0,50	k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)	+0,25 (-0,25)
	Datum		17.–18. Jan. 17.–18. März	27.–28. April 16.–17. Juni	20.–21. Juli 21.–22. Sep.	27.–28. Okt. 19.–20. Dez.
Japan (BoJ)	Leitzins	-0,10	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)
	Datum		3. Feb. 17. März	5. Mai 16. Juni	4. Aug. 15. Sep.	3. Nov. 15. Dez.
Großbritannien (BoE)	Leitzins	0,75	+0,5 (0,75)	+0,5 (1,25)	k.Ä. (1,25)	k.Ä. (1,25)

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 29. März 2022

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

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 2022. 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