

# Licht am Ende des Tunnels

## Monatliche Investmentstrategie

### Was geschieht mit dem Sparüberhang?

Eine Besonderheit der derzeitigen Rezession ist, dass die Einkommen dank expansiver Fiskalpolitik zumindest in den Industrieländern längst nicht so stark fallen wie der Konsum. Das führt zu einem hohen Sparüberhang: So sind im Euroraum die Bankeinlagen der Haushalte im März extrem gestiegen, nämlich um 75 Milliarden Euro. Ob sich die Wirtschaft nach dem Lockdown wirklich nachhaltig erholt, hängt wesentlich davon ab, wie die krisenbedingten Ersparnisse ausgegeben werden.

Man könnte nach China blicken, wo der Lockdown wesentlich früher zu Ende ging als im Westen. Der Konsum scheint hier noch immer recht schwach. Aber China ist unter den großen Volkswirtschaften eine Ausnahme, da die Einkommen während des Lockdowns stark fielen. Peking verzichtete auf die im Westen üblichen Staatshilfen.

Unserer Ansicht nach müssen drei Bedingungen erfüllt sein, damit aus dem Zwangssparen kein Vorsichtssparen wird.

Erstens müssen die Haushalte darauf vertrauen können, dass sie nach dem Ende der Pandemie weiter Staatshilfen bekommen. Gerüchten zufolge berechnet man im britischen Finanzministerium bereits, was eine nachhaltige Fiskalpolitik an Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen erfordert. Solche Maßnahmen wären ein gutes Beispiel dafür, wie man es nicht machen sollte. Denn dann würde sich das Ricardianische Äquivalenztheorem bewahrheiten:<sup>1</sup> Die Haushalte hätten allen Grund, die derzeitigen Finanzhilfen in Erwartung einer späteren Austeritätspolitik zu horten. In den USA könnte im Vorfeld der Wahlen Ähnliches drohen, da eine parteiübergreifende Einigung auf neue Konjunkturpakete unwahrscheinlicher wird.

Zweitens müssen auch die Finanzmärkte die Wirtschaft stabilisieren. Ob das gelingt, hängt natürlich eng mit der ersten Bedingung zusammen. Die Märkte würden eine erkennbare Erholung des Konsums begrüßen, aber neben der Fiskalpolitik muss auch die Geldpolitik helfen. In den USA und Großbritannien haben wir da keine Zweifel – wohl aber im Euroraum, wo die EZB nur ein eingeschränktes Mandat hat. Vorsichtig optimistisch stimmt uns aber die jüngste deutsch-französische Initiative. Wenn die anderen Länder zustimmen, könnte sie durch eine echte Vergemeinschaftung von Staatsschulden etwas Druck von der Notenbank nehmen.

Drittens kommt es auch auf die Art des Arbeitsmarktschocks an. Vielleicht kommt es in den USA nach dem Lockdown zu einer Neueinstellungswelle, und in Europa könnten aus Kurzarbeitern wieder Vollzeitbeschäftigte werden. Manche Unternehmen werden aber auch lange nach dem Höhepunkt der Pandemie noch Probleme haben. Vielleicht kommt es in einigen Sektoren zu

### Im Überblick

- Wie schnell sich die Wirtschaft vom Lockdown erholt, hängt auch davon ab, was mit dem Sparüberhang geschieht.
- Die Politik kann für ein besseres Konsumklima sorgen. Entscheidend wird aber sein, ob einzelne Sektoren so stark unter Corona gelitten haben, dass strukturelle Arbeitslosigkeit droht.
- Dies wird auch Auswirkungen auf die Märkte haben. Schon jetzt entwickeln sich die Aktienkurse recht heterogen. Es gibt COVID-19-Gewinner und COVID-19-Verlierer.
- Wir sind zuversichtlich, dass die Politik Investmentgrade-Anleihen weiter stützt. Die Entwicklung risikoreicherer Titel hängt ebenfalls von der Politik ab, aber auch vom Tempo der Erholung. Wichtig ist auch ein langfristig erfolgreiches Pandemiemanagement.

<sup>1</sup> Das Ricardianische Äquivalenztheorem postuliert, dass Haushalte den zukünftigen staatlichen Finanzbedarf antizipieren und ihre Sparquote entsprechend anpassen. Bei höheren Staatsausgaben würden die Haushalte weniger Geld ausgeben; eine expansive Fiskalpolitik bliebe wirkungslos.

dauerhaften Veränderungen, etwa im Transport und Tourismus oder ganz allgemein im Gastgewerbe. Die Qualifikationen vieler Mitarbeiter wären dann plötzlich nicht mehr gefragt. Aus konjunktureller könnte dann strukturelle Arbeitslosigkeit werden, die das Verbrauchervertrauen dauerhaft dämpft.

Vielleicht setzen aber auch manche Konjunkturdaten, und hier vor allem der Konsum, nach dem allmählichen Ende des Lock-downs zu einem spektakulären Comeback an. Für die Märkte wäre dies gut. Dennoch würden wir raten, sich erst einmal ein Bild vom wirtschaftlichen Schaden zu machen und zu prüfen, ob sich die Verbraucher nach der ersten Erholung nicht dauerhaft in Kaufzurückhaltung üben. Die Konjunkturdaten sind zurzeit nicht leicht zu deuten. Man sollte nichts überstürzen.

## **Was das Anlegervertrauen bestimmt**

Kommen wir zur Anlagestrategie: Die zu erwartende kurzfristige Erholung einiger hochfrequenter Zeitreihen die Anlegerstimmung heben. Den Daten zufolge wird der Tiefpunkt der Rezession wohl hinter uns liegen, und doch müssen wir vorsichtig sein, da der mittelfristige Konjunkturausblick unsicher bleibt. Gerade erst meinte Fed-Chairman Jerome Powell, dass sich die US-Wirtschaft wohl erst 2021 vollkommen erholt haben wird. Wenn er damit meint, dass das US-BIP wieder so hoch ist wie beim Konjunkturhoch vor der Pandemie, ist dies reichlich optimistisch. Nach der letzten Rezession brauchte es ab dem Tiefpunkt im 1. Quartal 2009 acht Quartale, bis der alte Höchststand vom 4. Quartal 2007 wieder erreicht war.

Bessere Kurzfristdaten sind notwendig, aber nicht hinreichend, damit risikobehaftete Titel zulegen. Ebenso wichtig sind Belege dafür, dass die COVID-19-Neuansteckungen weltweit ihren Höhepunkt überschritten haben. Nach der Rezession 2009 bremsen schwache Unternehmensfinanzen und die Kreditklemme die Erholung. Heute hängt das Tempo des Aufschwungs weitgehend davon ab, wie schnell der Lockdown aufgehoben wird und sich die Wirtschaft normalisiert. Nur wenn hier keine Fehler gemacht werden, kann man für Credits und Aktien optimistisch bleiben. Wenn eine zu schnelle Lockerung des Social Distancing zu einer neuen Infektionswelle führt, wäre das schlecht für die Märkte.

Wir sind zuversichtlich, dass sich an der Politik zunächst nichts ändert. Nur dann können Geld- und Kreditmarkt weiter funktionieren. Die beiden Assetklassen, die von den derzeitigen Maßnahmen am stärksten profitieren, sind Staatsanleihen der Kernländer und Investmentgrade-Credits, wobei man mit Credits auch in den nächsten Monaten Mehrertrag erzielen dürfte.

Geld- und Fiskalpolitik bestimmen aber letztlich den Ausblick für alle Assetklassen, da Ausmaß und Zeitpunkt der Erholung hiervon abhängen. Aber auch zwei andere Dinge sind wichtig: der langfristige Umgang mit dem Virus und mögliche Änderungen des Wirtschaftsmodells. Nachrichten über Fortschritte bei der Impfstoffentwicklung und bei Virentests sorgen für Kursgewinne. Wenn nächstes Jahr tatsächlich ein Impfstoff an den Markt kommt, werden neue Baissen durch immer wieder aufflammende Gesundheits- und Konjunktursorgen zweifellos unwahrscheinlicher

An den Aktienmärkten scheint man insgesamt eher optimistisch zu sein und hofft, die alten Höchststände wesentlich früher wieder zu erreichen als nach der Krise 2009. Manchen Anlegern mag dies angesichts des kurzfristigen Gewinnausblicks vieler Unternehmen und der derzeitigen Bewertungen seltsam vorkommen. Aber die Einzelwerterträge streuen stark. Dies zeigt sich deutlich am Abstand zwischen Wachstums- und Substanzwerten und den großen Performanceunterschieden zwischen den Sektoren, die am stärksten unter COVID-19 leiden und jenen, die von den strukturellen Veränderungen profitieren. Jeglicher Rückgang der Risikobereitschaft und jeder Hinweis auf eine klassische Konjunkturerholung könnten bewirken, dass der Abstand zwischen Wachstums- und Substanzwerten wieder fällt. Mittelfristig dürften Wachstumswerte aber weiter dominieren – wegen neuer Chancen durch die von COVID-19 erzwungenen Veränderungen.

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

# Unsere Sicht auf Anlageklassen

## Asset-Allokation

### Wichtigste Assetklassen



## Aktien

### Industrielländer



### Emerging Markets und Sektoren



## Anleihen

### Staatsanleihen



### Inflationsindexierte Anleihen



### Unternehmensanleihen



### Emerging-Market-Anleihen



Legende Negativ Neutral Positiv Letzte Änderung ▲ Anhebung ▼ Verringerung

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 20. Mai 2020

## Konjunkturprognosen im Überblick

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 20. Mai 2020

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 20. Mai 2020

\* Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

## Zentralbankprognosen

<b>Zentralbankpolitik</b>						
<b>Sitzungen und erwartete Änderungen (Zinsen in Bp./QE in Mrd.)</b>						
		<b>Aktuell</b>	<b>2. Quartal 2020</b>	<b>3. Quartal 2020</b>	<b>4. Quartal 2020</b>	<b>1. Quartal 2021</b>
<b>USA (Fed)</b>	Datum	0–0,25	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)
<b>Euroraum (EZB)</b>	Datum	-0,50	4. Juni	16. Juli 10. Sep.	29. Okt. 10. Dez.	21. Jan. 11. Mrz.
	Leitzins		k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)
<b>Japan (BoJ)</b>	Datum	-0,10	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)
<b>Großbritannien (BoE)</b>	Datum	0,10	18. Juni	6. Aug. 17. Sep.	5. Nov. 17. Dez.	4. Feb. 18. Mrz.
	Leitzins		k.Ä. (0,10)	k.Ä. (0,10)	k.Ä. (0,10)	k.Ä. (0,10)

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 20. Mai 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](http://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