

Statements von Gilles Moëc, Group Chief Economist bei AXA Investment Managers

Zentralbanken diskutieren über das Tempo der Normalisierung

- Mit Blick auf die kommende Sitzung der Federal Reserve (Fed) ist zu erwarten, dass sie ein zügigeres Tapering ankündigt, das zu Beginn des zweiten Quartals 2022 abgeschlossen sein wird. Die Fed erwartet eine deutliche Verlangsamung der Inflation im Jahr 2022.
- Die Europäische Zentralbank wird voraussichtlich keine Erhöhung der Leitzinsen vornehmen. Falken und Tauben müssen sich über das weitere Vorgehen beim Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) und der Neuausrichtung ihres Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) einigen.
- Die Bank of England muss sich dazu äußern, ob eine Zinserhöhung noch vor Weihnachten notwendig ist. Zum jetzigen Zeitpunkt scheint dies etwas wahrscheinlicher.

EZB bereitet sich auf ein arbeitsreiches Jahr 2022 vor

Die kommende Woche wird für die wichtigsten Zentralbanken von großer Bedeutung sein. Seitens der Federal Reserve (Fed) muss über eine mögliche Beschleunigung der Wertpapierrückkäufe („Tapering“) entschieden werden. Die Europäische Zentralbank (EZB) muss eine Erklärung bezüglich ihres Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) und der Neuausrichtung ihres Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) informieren. Darüber hinaus muss sich die Bank of England (BoE) dazu äußern, ob eine Zinserhöhung noch vor Weihnachten notwendig ist. **In allen drei Fällen handelt es sich um eine Diskussion über das Tempo der Normalisierung.** Dass wir den "Höhepunkt der monetären Akkommodation" hinter uns gelassen haben, ist inzwischen jedem klar und langsam aber sicher erfolgt eine klare Kursänderung auf dem Pfad der Normalisierung. Doch obwohl die Finanzmärkte den bevorstehenden Richtungswechsel bisher recht gut verdaut haben, kann die Geschwindigkeit, mit der die

monetären Stimuli zurückgefahren werden, durchaus schmerzhaft sein. Die Zentralbanken müssen vorsichtig vorgehen.

Auf den ersten Blick erscheinen die zu treffenden Entscheidungen der BoE klar zu sein. Ein wesentlicher Unterschied zwischen dem Vereinigten Königreich einerseits und den USA und der Eurozone andererseits besteht darin, dass die Inflation im Vereinigten Königreich vor der Pandemie nicht gerade schwach war. Tatsächlich lag die Wachstumsrate der Verbraucherpreise zwischen der Erholung von der großen Finanzkrise im Jahr 2010 und Ende 2019 im Durchschnitt über dem Ziel der BoE. **Das Vereinigte Königreich ist somit ohnehin eher für einen Preisanstieg prädestiniert, was die Zentralbank zu einem präventiveren Ansatz gegenüber ihren beiden Gegenspielern veranlasst.**

Allerdings muss dies an der grundlegenden Stärke der britischen Wirtschaft und ihrer Fähigkeit gemessen werden, die Folgen der früheren Straffung als die Fed und die EZB – insbesondere für den Wechselkurs – zu tragen, und zwar im Kontext einer durch den Brexit ohnehin angeschlagenen Wettbewerbsfähigkeit. Die endgültige Entscheidung vom letzten Monat, die Zinserhöhung zu verschieben, war wahrscheinlich vor allem dem geschuldet, dass abzuwarten blieb, wie sich der britische Arbeitsmarkt nach der Aufhebung der Corona-bedingten Zwangsurlaufsregelung ("Furlough") entwickelte. Die Daten sind in dieser Hinsicht beruhigend, aber seit neuestem gilt es, die neue Omikron-Variante zu berücksichtigen. Seitens der britischen Regierung wurde gerade erst die Empfehlung ausgesprochen, zu 100 Prozent von zu Hause aus zu arbeiten. Es bleibt abzuwarten, inwieweit diese Empfehlung tatsächlich befolgt wird, aber es ist wahrscheinlich, dass die Wirtschaftstätigkeit in den kommenden Wochen in Form geringerer Besucherzahlen in den Großstädten einen deutlichen Dämpfer erleiden wird. Das Wachstum im Oktober war mit einem Anstieg des monatlichen Bruttoinlandsprodukts um 0,1 Prozent bereits nur mittelmäßig. **Zum jetzigen Zeitpunkt scheint eine Zinserhöhung in dieser Woche etwas wahrscheinlicher**, vor allem weil die BoE ihre Kommunikationsstrategie neu ausrichten möchte, indem sie nach dem destruktiven Hin und Her des letzten Monats die Zinserhöhung nun doch durchführt. Allerdings ist hier mit einem sehr begrenzten Maß an Vertrauen zu rechnen.

Mit Blick auf die kommende Fed-Sitzung ist zu erwarten, dass die Fed ein zügigeres Tapering ankündigt, das zu Beginn des zweiten Quartals 2022 abgeschlossen sein wird. Dadurch wird technischer Spielraum für eine Zinserhöhung vor dem Sommer geschaffen, auch wenn wir nicht glauben, dass Powell sich zu letzterem Punkt äußern wird. Im Prinzip sollte die Omikron-Variante ein Grund zum Innehalten sein, während die anhaltende Corona-Welle noch lange nicht vorbei ist. Aber es scheint, dass die Fed die allgemein "höhere Toleranz gegenüber dem gesundheitlichen Risiko" teilt, die in den USA seit Beginn der Pandemie zu beobachten ist. Die Inflationszahlen für November – mit einem weiteren deutlichen Preisanstieg bei wichtigen Posten wie den Mieten – haben die Zentralbank wahrscheinlich in ihrer Entschlossenheit bestärkt, sich auf eine präventive Straffung vorzubereiten. **Dennoch gehen wir nach wie vor davon aus, dass die Mehrheit des Federal Open Market Committee (FOMC) eine deutliche Verlangsamung der Inflation im Jahr 2022 erwartet.**

Von der EZB ist am kommenden Donnerstag nicht dasselbe Maß an Klarheit zu erwarten. Ein wichtiger Konsenspunkt im EZB-Rat ist voraussichtlich, dass es **keine Erhöhung des Leitzinses im Jahr 2022** geben wird. Die Debatte zwischen Falken und Tauben ist sehr präsent geworden, konzentriert sich aber immer noch auf die quantitative Lockerung (Quantitative Easing, QE). Wenn eine Zinserhöhung nicht zur Debatte steht, dann ist es

wahrscheinlich für die Mehrheit des Rates akzeptabel, **das QE bis Ende 2022 fortzusetzen**. Eine frühere Beendigung würde es dem Markt erschweren, im nächsten Jahr keine Zinserhöhungen einzupreisen, wie es Ende Oktober/Anfang November für kurze Zeit der Fall war.

Einig ist man sich wahrscheinlich auch darin, **dass die Fortsetzung der quantitativen Lockerung über das alte APP erfolgen muss, während das PEPP als überzogen angesehen wird**. Bei allen weiteren offenen Punkten dürften die Debatten noch ausstehen.

Die Tauben würden wahrscheinlich dafür plädieren, das APP deutlich nach oben zu korrigieren, um die Auswirkungen der Beendigung des PEPP auf die Spreads der Staatsanleihen für das Gesamtjahr 2022 abzufedern. Die Falken wollen den Markt wahrscheinlich schneller vom QE "entwöhnen" und sich die Möglichkeit offenhalten, dieses ganz zu beenden, falls sich die Inflation über die Jahresmitte hinaus als hartnäckig erweisen sollte. **Aufgrund dieser zwei gegensätzlichen Haltungen ist es unumgänglich, einen Kompromiss in dieser Sache zu finden**. Wir haben dafür ein zweistufiges Szenario entwickelt: Wir gehen davon aus, dass die Zentralbank ihre Absicht bekannt geben wird, von März bis mindestens Dezember 2022 monatlich 40 Milliarden Euro im Rahmen der APP anzukaufen. Allerdings ist eine Klausel zu erwarten, um die Menge bei jeder neuen Prognose neu zu kalibrieren - in der Praxis hieße das also im Juni und September. Dies deutet darauf hin, dass die EZB während des gesamten nächsten Jahres regelmäßigen Spekulationen ausgesetzt sein wird, was zu einer gewissen Volatilität führen würde.

Der Umfang und der Zeitplan des APP werden am Donnerstag nicht der einzige Punkt sein, der im Fokus der Sitzung steht. Das PEPP ist viel flexibler als das APP. Das zeigt sich beispielsweise darin, dass griechische Staatsanleihen für das PEPP in Frage kommen, nicht aber für das APP, da sie von den Rating-Agenturen noch nicht als "Investment Grade" eingestuft worden sind, worauf die EZB achtet. Es wurde erwartet, dass Moody's und S&P die Staatsanleihen im Oktober und November 2021 heraufstufen würden. Dies erfolgte trotz der unbestreitbaren Verbesserung der Wirtschaftsleistung und des makroökonomischen Managements des Landes nicht. Es könnte durchaus sein, dass die Agenturen mit diesem Schritt lieber bis zu den nächsten Parlamentswahlen in Griechenland warten wollen, die bis zum 6. August 2023 stattfinden müssen. Die Mitte-Rechts-Partei Neue Demokratie von Kyriakos Mitsotakis bleibt in den Umfragen dominant, hat aber in den letzten Monaten etwas an Boden verloren. Es ist sicherlich sinnvoll, eine gewisse Absicherung für Griechenland im Jahr 2022 vorzusehen. Eine Lösung bestünde darin, die Reinvestitionen aus dem PEPP zu nutzen, um sie gegebenenfalls stark auf diese Wählergruppe auszurichten.

Ein ähnlicher Ansatz könnte gewählt werden, um mit potenziellen Fragmentierungsrisiken in anderen Ländern umzugehen. **Italienische Staatsanleihen haben in hohem Maße von der Abweichung des PEPP vom Kapitalschlüssel profitiert**. Eine striktere Rückkehr zu diesem Kapitalschlüssel wäre zu erwarten, wenn das QE auf das APP reduziert wird, was den italienischen Markt wiederum anfällig machen würde. Die Umleitung der PEPP-Reinvestitionen in diesen Markt wäre dann eine Möglichkeit, einen gewissen Schutz zu bieten.

Am Donnerstag wird es vor allem darauf ankommen, inwieweit sich die EZB zu diesen verschiedenen Maßnahmen äußern wird. Wir sind der Meinung, dass der Markt negativ reagieren könnte, wenn die EZB nicht deutlich genug auf die Möglichkeit von PEPP-Reinvestitionen aus taktischen Gründen eingeht. Abschließend sei darauf hingewiesen, dass wir zwar davon ausgehen, dass die EZB die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (TLTROs) dauerhaft in ihrem Instrumentarium behalten wird – aller Wahrscheinlichkeit

nach ohne die spezielle "50-Basispunkte-Subvention". Die Anpassung von Tranchen nach Juni 2022 wird aber voraussichtlich noch nicht in dieser Woche angesprochen.

Natürlich ist auch den neuen Prognosen der EZB große Aufmerksamkeit zu schenken. Die meisten Beobachter – und auch wir selbst – gehen davon aus, dass die Inflationsprognose im Jahr 2024 leicht unter 2,0 Prozent liegen wird. Das könnte einige Fragen aufwerfen. Sollte die EZB einräumen, dass sie nicht davon ausgeht, dass dieses Inflationsziel erreichbar ist, könnte man sich fragen, warum nicht mehr Konjunkturmaßnahmen ergriffen werden.

-Ende-

Kontakt

AXA Investment Managers

Elke Schaller

+41 58 360 78 78

elke.schaller@axa-im.com

Kerl & Cie

Samir Djikic & Dirk Ulmer

+49 69 870 021 516

axa@kerlundcie.de

Besuchen Sie uns auf www.axa-im.de, www.axa-im.at und www.axa-im.li oder auf  

Über AXA Investment Managers

AXA Investment Managers (AXA IM) ist ein führender Asset Manager mit Fokus auf verantwortungsvolle, soziale und nachhaltige Investments. Mit unserem aktiven und langfristigen Ansatz identifizieren wir die aus unserer Sicht interessantesten traditionellen und alternativen Anlagen im besten Interesse unserer Kunden, Mitarbeiter und der Gesellschaft. Wir verwalten 577 Milliarden Euro in ESG-integrierten Anlagen, Nachhaltigkeits- und Impact-Strategien (Stand Ende September 2021). Insgesamt beträgt unser verwaltetes Vermögen rund 879 Milliarden Euro (Stand Ende September 2021). Von der Aktienauswahl über unsere geschäftlichen Entscheidungen bis hin zu unserer Kultur wollen wir die Grundsätze nachhaltigen Investierens einhalten und dabei unseren Kunden verantwortungsvolle Investmentlösungen mit erkennbarem Mehrwert für Gesellschaft und Umwelt bieten. Zudem haben wir uns der Einhaltung des Netto-Null-Ziels in allen unseren Fonds bis 2050 verpflichtet. AXA IM beschäftigt über 2.400 Mitarbeiter weltweit, hat 26 Niederlassungen in 20 Ländern und ist Teil der AXA Group, eines Weltmarktführers für Versicherungen und Asset Management.

Allgemeine Hinweise

Nur für professionelle Kunden / nicht für Privat-/Kleinanleger. Bei diesem Dokument handelt es sich um Werbematerial und um kein investmentrechtliches Pflichtdokument. Anlagen enthalten Risiken, einschließlich dem des Kapitalverlustes. Die hier von AXA Investment Managers Deutschland GmbH bzw. mit ihr verbundenen Unternehmen („AXA IM DE“) bereitgestellten Informationen stellen weder ein Angebot zum Kauf bzw. Verkauf von Fondsanteilen noch ein Angebot zur Inanspruchnahme von Finanzdienstleistungen dar. Die Angaben in diesem Dokument sind keine Entscheidungshilfe oder Anlageempfehlung, (aufsichts-) rechtliche oder steuerliche Beratung

durch AXA IM DE, sondern werden ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt. Die vereinfachte Darstellung bietet keine vollständige Information und kann subjektiv sein. Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken des Empfängers. Eine Weitergabe an Dritte ist weder ganz noch teilweise gestattet. Wir weisen darauf hin, dass diese Mitteilung nicht den Anforderungen der jeweils anwendbaren Richtlinie 2004/39/EG bzw. 2014/65/EU (MiFID/ MiFID II) und der zu diesen ergangenen Richtlinien und Verordnungen entspricht. Das Dokument ist damit für jegliche Form des Vertriebs, der Beratung oder der Finanzdienstleistung nicht geeignet. Wertentwicklungsergebnisse der Vergangenheit bieten keine Gewähr und sind kein Indikator für die Zukunft. Wert und Rendite einer Anlage in Fonds können steigen und fallen und werden nicht garantiert. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Daten, Zahlen, Fakten, Meinungen und Aussagen beruhen auf unserem Sach- und Kenntnisstand zum Zeitpunkt der Erstellung. Eine Haftung oder Garantie für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen wird nicht übernommen. Informationen über Mitarbeiter von AXA Investment Managers dienen lediglich Informationszwecken und sind stichtagsbezogen. Ein Weiterbeschäftigungsverhältnis mit diesen Mitarbeitern wird nicht garantiert. Stand: 14. Dezember 2021 © AXA Investment Managers. Alle Rechte vorbehalten. Ref- 23476