

Geldpolitik am Wendepunkt

Monatliche Investmentstrategie

Klare Absichten

Anfang 2021 schien die Geldpolitik in den Industrieländern eindeutig. Durch die Pandemie war eine große Outputlücke entstanden, die sich – so glaubte man – so bald nicht schließen würde. Weil das für fallende Preise spricht, schien auf absehbare Zeit eine extrem expansive Geldpolitik sinnvoll. Sicher, nach ihrem Wahlsieg legten die Demokraten überraschend große Konjunkturprogramme auf, sodass der US-Wirtschaft eine Überhitzung drohte. Aber die Fed ließ keinen Zweifel daran, dass sie eine Inflation über dem Zielwert für eine gewisse Zeit tolerieren würde. Schon bald entwickelte auch die Europäische Zentralbank (EZB) ein eigenes, weniger komplexes Durchschnittsinflationskonzept. Zu dieser Zeit war der Euroraum so stark von einer vollständigen Erholung entfernt, dass der Gedanke an ein Überschießen der Inflation fast aus der Zeit gefallen schien. Natürlich würde die Inflation vorübergehend steigen, wenn die Wirtschaft wieder zu arbeiten beginnt, aber das wäre wohl nur ein Strohfeuer. Schon bald, so glaubte man, seien die Notenbanken wieder mit ihrem alten Problem konfrontiert: Seit zehn Jahren war es ihnen nicht gelungen, das Inflationsziel von 2% zu erreichen.

Aber dann kam alles anders. Mehrere exogene Schocks verfestigten den Anstieg der Verbraucherpreise. Für den weltweiten Halbleitermangel gibt es vielleicht erst Mitte nächsten Jahres eine Lösung. Der Seetransport leidet unter zu geringen Hafenkapazitäten. Die Energiepreise steigen weiter.

Eigentlich müsste das die Notenbanken gar nicht aus dem Konzept bringen. Auch die hartnäckigste Kostendruckinflation geht irgendwann vorbei, weil sie zwangsläufig in die Rezession führt. Die Kaufkraft der Verbraucher sinkt, und am Ende wird so wenig nachgefragt, dass die Preise nicht mehr steigen. Aber zwei Dinge sind jetzt anders: Zunächst einmal haben die Verbraucher während der Pandemie enorme Ersparnisse angehäuft, sodass sie sich auch bei einer nachlassenden Kaufkraft erst einmal nicht einschränken müssen und Anpassungen erst später nötig werden. Außerdem sind Zweitrundeneffekte denkbar. Wenn die Löhne auf den Preisschock reagieren, wird aus einem „vorübergehenden Preisanstieg“ leicht ein nachhaltiger Aufwärtstrend.

Dennoch spricht wenig dafür, dass uns das jetzt droht. Natürlich sind die Ersparnisse stark gestiegen, aber doch sehr ungleichmäßig. Die Nominalvermögen der Ärmere sind kaum gewachsen. Aber auf sie kommt es an, da ihre Konsumquote höher ist. In den USA gibt es zwar einige Anzeichen für einen stärkeren Lohnanstieg, aber das könnte ebenso gut die Folge von „Verwerfungen“ nach dem Neustart der Wirtschaft sein – und in Europa fehlen solche Anzeichen ganz. Zwar ist die Personalsuche hier schwieriger geworden, aber auch vor Corona gab es Engpässe, ohne dass die Löhne deshalb stark zulegten. Hinzu kommt die eher mäßige Weltkonjunktur. Selbst wenn Geld- und Fiskalpolitik in den nächsten Monaten locker bleiben, darf man den starken Abschwung in China nicht übersehen. In den USA wiederum hat die Biden-Administration Probleme mit den nächsten Schritten ihrer ehrgeizigen Konjunkturprogramme. Auch das könnte die Nachfrage im nächsten Jahr dämpfen.

Im Überblick

- Für Zweitrundeneffekte bei der Inflation spricht wenig, aber die Notenbanken der Industrieländer haben ihre Rhetorik verschärft. Der Markt nimmt davon Notiz.
- Wenn die Notenbanken wegen der Inflation die Geldpolitik straffen wollen, steigen die Risikoprämien.
- Aus fundamentaler Sicht bleiben Aktien aber attraktiv.

Dennoch ändert sich der Zeitgeist, die Notenbanken kommunizieren anders. Die Fed hält den derzeitigen Inflationsanstieg zwar für vorübergehend, aber der Offenmarktausschuss ist sich uneins, ob er den Leitzins schon 2022 anheben soll – die Hälfte der Mitglieder ist dafür, die Hälfte dagegen. Glaubt man Jerome Powell, könnten die Wertpapierkäufe auch wesentlich schneller verringert werden – innerhalb eines halben Jahres –, als man noch vor wenigen Monaten glaubte. Die Bank of England (BoE), die das Quantitative Easing noch in diesem Jahr beenden will, scheint jetzt schon im Dezember den Leitzins anheben zu wollen. Im Euroraum ist die Wirtschaft noch nicht so weit wie in den USA, und er hat auch nicht mit ähnlichen Problemen wie Großbritannien zu kämpfen, die sich das Land durch den Brexit selbst eingebrockt hat. Die EZB kann deshalb warten. Auch wenn bis zur nächsten Zinserhöhung noch viel Zeit vergehen wird, dürfte die Geldpolitik im Euroraum ebenfalls weniger expansiv werden. Wir gehen davon aus, dass die EZB im Dezember das Ende des Pandemie-Notfallkaufprogramms (PEPP) für den März 2022 ankündigt und das „klassische“ Wertpapierkaufprogramm (APP) deutlich zurückgefahren wird.

Und doch sind die Notenbankmaßnahmen mehr als nur die Reaktion auf eine höhere Inflation. Interessant fanden wir, dass die Offenmarktausschussmitglieder im September ihre Leitzinsprognosen anhoben, obgleich sich die Inflationserwartungen der Fed kaum verändert haben. Die Notenbanken scheinen die expansive Geldpolitik alles in allem leid zu sein. Nach Jahren unkonventioneller Maßnahmen machen sie sich jetzt große Sorgen um die finanzielle Stabilität.

Dennoch glauben wir nicht an eine massive Straffung. 2022 werden sich die Basiseffekte umkehren, die 2021 für eine höhere Teuerung gesorgt haben. Den Notenbanken dürfte bewusst sein, dass sie eine Kostendruckinflation mit ihren Mitteln nur um den Preis eines massiven Nachfrageeinbruchs bekämpfen können. Nach wie vor erwarten wir den ersten Zinsschritt der Fed 2023 und nicht schon 2022. Einstweilen glaubt man an den Märkten aber den Falken und rechnet mit einer früheren Straffung.

Steigende Risikoprämien

2022 war ein gutes Jahr für Investoren. Portfolios mit Schwerpunkt auf Aktien, inflationsindexierten Titeln und Kurzläufern haben sich gut entwickelt, auch weil das nominale BIP in vielen Ländern stark gestiegen ist und man an den Märkten zunehmend mit einer anderen Geldpolitik rechnet. Benchmark-Aktienindizes wie der S&P 500 und der EuroStoxx haben dieses Jahr fast doppelt so stark zugelegt wie im Langfristdurchschnitt; die Erträge lagen im obersten Quartil der letzten 30 Jahre. Das Gegenteil gilt für risikolose Assets. So hat der US-Staatsanleihenindex seit Jahresbeginn 2,8% verloren und sich deutlich schlechter entwickelt als der 30-Jahres-Durchschnitt von +5,4%. Entscheidend für all dies waren Unternehmensgewinne, Inflation und Veränderungen der Laufzeitprämie. Alle drei Parameter werden die Märkte in den nächsten Monaten maßgeblich bestimmen. Ein schwächeres Gewinnwachstum, höhere Inflation und steigende Zinsen machen die Asset-Allokation in den letzten Monaten dieses Jahres nicht einfacher.

Das wichtigste Negativszenario für die Märkte folgt aus dem Normalisierungswunsch der Notenbanken. Wenn die immer zahlreicheren Hinweise auf eine höhere Inflation eine Straffung der Geldpolitik auslösen, dürften die Risikoprämien aller Assetklassen steigen. Schon jetzt gibt es einige Probleme. Betrachten wir einmal die Unternehmensgewinne. Die Analystenerwartungen für die nächsten zwölf Monate sind zweifellos nicht mehr ganz so euphorisch; in den USA wie in Europa gab es in den letzten Wochen immer mehr Negativrevisionen. Der Gewinnausblick bleibt zwar positiv, aber er ist nicht mehr ganz so gut wie Anfang 2021. Lieferengpässe werden Auswirkungen auf die Umsätze haben, und nach dem 3. Quartal werden einige Unternehmen schlechtere Zahlen in Aussicht stellen. Es gibt aber auch stabile Sektoren, etwa Energie- und Finanzwerte, die dank ihrer Preismacht weiterhin hohe Margen erwirtschaften dürften. Die Ergebnisse des US-Finanzsektors waren im 3. Quartal erfreulich. Vielleicht schätzen die Investoren die Fundamentaldaten für Aktien und Credits daher doch noch recht gut ein.

Wenn die schärfere Notenbankrhetorik die Zinserwartungen beeinflusst, könnten auch die Laufzeitprämien weiter steigen. Bislang geht man an den Märkten, abgesehen von Großbritannien, nur von einer leichten Straffung der Geldpolitik im nächsten Jahr aus. Eine raschere Straffung gilt aber als wahrscheinlicher als Zinssenkungen. Irgendwann regeln sich die Dinge ohnehin von selbst: Bei höheren Zinsen gehen Wachstums- und Inflationserwartungen so stark zurück, dass sich die langfristigen Anleiherenditen stabilisieren und schließlich wieder fallen. Aber so weit ist es noch nicht, vor allem, wenn die Inflation hoch bleibt und die Wachstumsprognosen eintreffen.

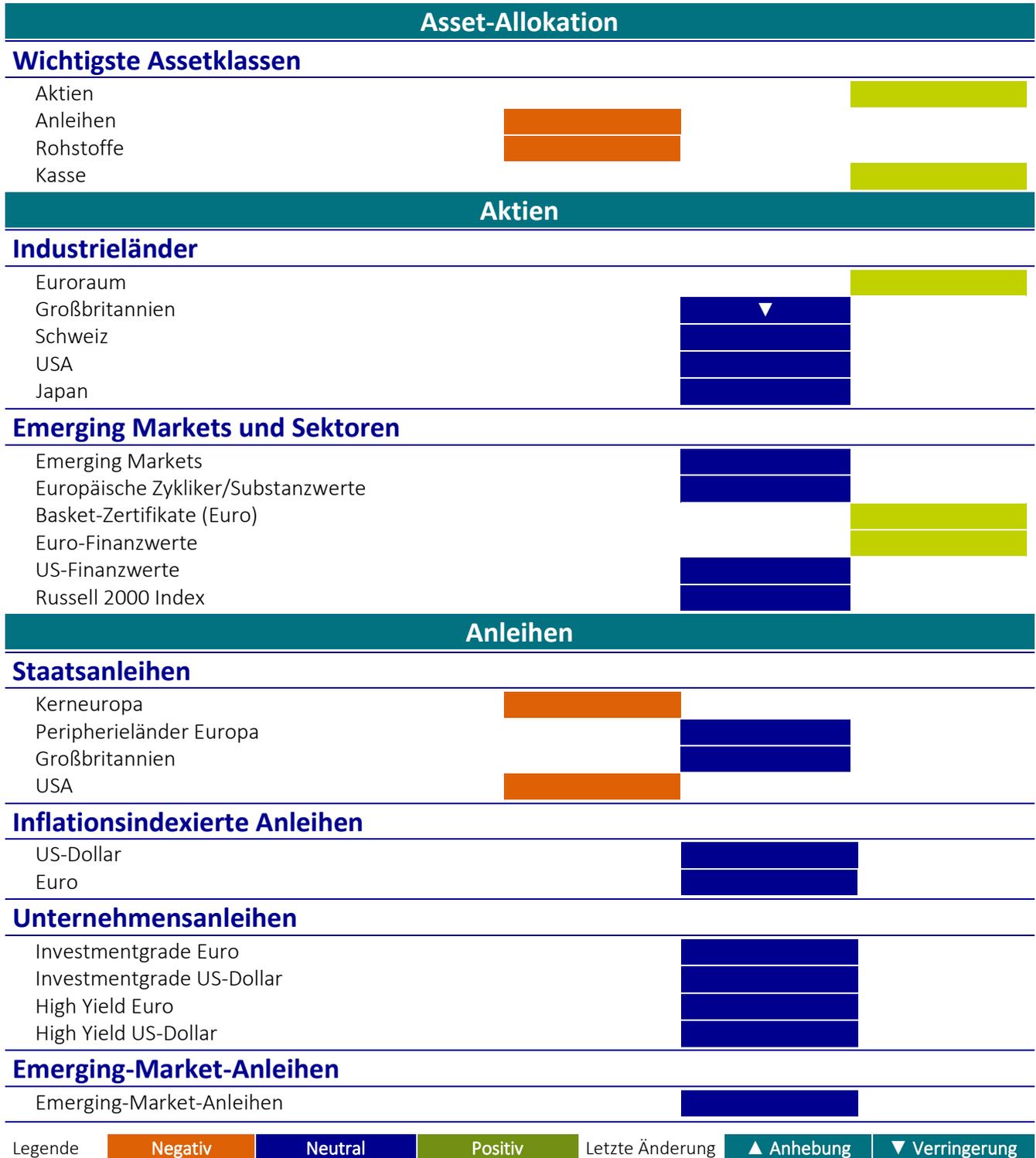
Wenn die Inflations- und Zinserwartungen steigen, sollte man vielleicht einen Bogen um lang laufende Anleihen machen. Selbst wenn das nominale Wachstum 2022 abnimmt, spricht der Abstand zwischen den Langfristrenditen und dem nominalen BIP-Wachstum für steigende Renditen. Im Vorfeld wissen wir nicht, welches Renditeniveau das reale Wachstum bremst. 2018 stiegen die US-Renditen erst auf 3,25%, als das Wachstum wieder zulegte und die Fed die Geldpolitik straffte. Doch so weit sind wir noch nicht. Dennoch erscheinen Kurzläufer, variabel verzinsliche Anleihen und inflationsindexierte Papiere zurzeit interessanter als länger laufende Titel, einschließlich Unternehmensanleihen.

Bis jetzt hatten Aktien dem Inflationsschock viel entgegenzusetzen. Es bleibt abzuwarten, ob es dabei bleibt, wenn die Zinsen steigen. 2018 lagen Aktien weltweit im Minus, aber in den beiden Jahren zuvor, als die Fed die Zinsen an hob, verzeichneten sie Gewinne. Diesmal könnte es ähnlich kommen. Dennoch scheint das Risiko einer Marktkorrektur hoch wie lange nicht. Die Weltwirtschaft befindet sich offensichtlich noch nicht wieder im Gleichgewicht, und die damit einhergehende Unsicherheit sorgt für höhere Risikoprämien. Die Inflationsprämie von Anleihen ist bereits gestiegen, und bei den Laufzeit- und Kreditrisikoprämien wird es nicht anders sein. Irgendwann werden dann auch die Aktienrisikoprämien steigen müssen.

Aktienmarktkorrekturen sind häufig, aber eine längere Baisse gibt es meist nur in der Rezession oder bei einem externen Schock. Wenn beides ausbleibt, ist jede Korrektur eine Kaufgelegenheit. 2022 dürfte die Weltwirtschaft weiter wachsen, so dass Unternehmen und Haushalte – deren Finanzen zurzeit außerordentlich solide sind – mit der Normalisierung der Geldpolitik gut zurechtkommen können. Neueinstellungen und der Neuaufbau von Lagerbeständen werden für zusätzliche Nachfrage sorgen, was den Aktienmärkten nicht schaden kann. Vielleicht liegen die erfolgreichen Assetklassen der letzten Zeit auch weiter vorn. An den Märkten überdenkt man zurzeit die Zinserwartungen, da die Inflation steigt und die Notenbanken ihre Rhetorik verschärfen. Vielleicht reagieren die Märkte negativ auf die neue Geldpolitik. Noch ist es aber zu früh, das Ende der Hausse auszurufen.

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

Unsere Sicht auf Anlageklassen



Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 20. Oktober 2021

Konjunkturprognosen im Überblick

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 18. Oktober 2021

* Prognose

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 18. Oktober 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		k.Ä. (0,10)	+0,15 (0,25)	k.Ä. (0,25)	+0,25 (0,50)

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 18. Oktober 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