

Blindflug

Monatliche Investmentstrategie

Nutzlose Lehrbücher?

Zwei Fragen verunsichern zurzeit die Märkte: Wie entwickelt sich die Inflation weiter, und kann sie ohne größere realwirtschaftliche Folgen auf ihren Zielwert gedrückt werden? Und wie geht es in der Ukraine weiter? Das Gleichgewicht ist labil, und die Geldpolitik muss improvisieren. Umso wahrscheinlicher werden Fehler.

Jeden Monat überrascht die US-Inflation aufs Neue, und im Euroraum ist es nicht anders. Und doch gibt es einen großen Unterschied: In den USA ist die Inflation mittlerweile endogen, während in Europa weiterhin exogene Faktoren dominieren. Bei einer hausgemachten Inflation, wenn sich die Wirtschaft überhitzt, sind die Lehrbuchempfehlungen klar: Die Finanzbedingungen müssen so lange gestrafft werden, bis der Nachfrageüberschuss nachlässt. Genau das will die Fed tun. Vermutlich wird sie im März mit Zinserhöhungen und irgendwann im 3. Quartal mit einer Verringerung ihrer Bilanzsumme beginnen. Aber wird der Offenmarktausschuss dabei das richtige Maß finden? Wäre es klug, mit einem Paukenschlag zu beginnen und den Leitzins zunächst um 50 Basispunkte anzuheben, um dann in jeder Sitzung einen weiteren Zinsschritt folgen zu lassen? Oder sollte die Fed maßhalten, wie in unserem Basisszenario, und die Zinsen 2022 viermal um jeweils 25 Basispunkte anheben? Irgendwann muss die Inflation doch auch ohne massive Zinsschritte wieder fallen, weil die Kaufkraft abnimmt und dies den Konsum bremst – und weil die Lieferengpässe nachlassen und die Fiskalpolitik immer weniger ausrichten kann. Entscheidend wird aber sein, wie die Verbraucher mit ihren hohen Ersparnissen aus der Coronazeit umgehen. Wenn sie das Geld ausgeben, könnten die automatischen Stabilisatoren versagen. Das jedenfalls befürchten die Falken im Offenmarktausschuss. Nie zuvor befand sich die US-Wirtschaft in einer ähnlichen Lage. Letztlich wird die Fed wohl experimentieren müssen. Die Investoren werden mit Volatilität leben müssen, während sich Falken und Tauben öffentlich streiten.

Die Europäische Zentralbank könnte es da leichter haben. Anders als in den USA gibt es in Europa keine eindeutigen Anzeichen für eine Überhitzung. Doch während auf der EZB-Ratssitzung im Dezember 2021 noch „Geduld“ gepredigt wurde, war im Februar von „kollektiven Inflationssorgen“ die Rede. Außerdem weigerte sich Christine Lagarde, ihre Aussage aus dem Dezember zu wiederholen, dass eine Zinserhöhung in diesem Jahr unwahrscheinlich sei. Offensichtlich verabschiedet sich die EZB von Draghis Rezepten und scheint sich allein deshalb Gedanken zu machen, weil die Inflationserwartungen langfristig steigen könnten. Auf jeden Fall steht die Richtung jetzt fest: Die EZB will ihre Geldpolitik allmählich normalisieren. Aber damit ist auch die bisherige Forward Guidance hinfällig, ohne dass der Markt eine andere Orientierungsmarke hat. Daher rechnen die Anleger jetzt zu stark mit einer unmittelbar bevorstehenden Zinserhöhung.

Noch komplizierter wird der Ausblick dadurch, dass sich die Lage in der Ukraine alles andere als entspannt. Ein russischer Angriff schwächt das Vertrauen in Europa, sorgt aber vor allem für steigende Energiepreise. Der Erdgaspreis hat großen Einfluss auf die Kaufkraft. Schon jetzt sind die verfügbaren Realeinkommen allein durch den Preisanstieg selbst von Dezember 2020 bis Dezember 2021 um 0,5% zurückgegangen. Noch wichtiger sind aber die indirekten Folgen durch höhere Strompreise. Sie sind

Im Überblick

- Die Geldpolitik muss mit zwei Unsicherheitsfaktoren zurechtkommen: der Inflationsentwicklung und der Lage in der Ukraine.
- Die Notenbanken äußern sich unklarer als bisher. Das könnte für Volatilität sorgen.
- An den Märkten glaubt man, dass sich die Geldpolitik auf einige wenige Zinserhöhungen beschränkt – auch wegen der weltpolitischen Lage.
- Die Aktienkurse könnten weiter fallen, aber die Langfristerträge hängen vor allem von längerfristigen Faktoren ab – und nicht nur vom Zinszyklus.

erheblich, weil ohne Gaskraftwerke der Elektrizitätsbedarf zurzeit nicht gedeckt werden kann. Die Korrelation zwischen Gas- und Strompreisen ist mittlerweile sehr eng. Durch die indirekten Folgen hat sich die Kaufkraft um weitere 0,7% verringert.

Kurzfristig gibt es keine wirkliche Alternative zu russischem Gas. Europa hat zwar seine Flüssigerdgasterminals ausgebaut, um mehr Lieferungen aus den USA und Katar zu erhalten. Diese beiden wichtigen Exporteure können ihre Förderung aber kaum weiter erhöhen. Mehr Kohleverstromung, wie letztes Jahr in Deutschland, ist wegen des hohen CO₂-Fußabdrucks nicht vermittelbar – und ein höherer Anteil von subventioniertem Atomstrom ist nur in Frankreich denkbar. Vermutlich liegt die Lösung in staatlichen Finanzhilfen, vielleicht finanziert durch überraschend hohe Steuerzahlungen kostengünstig arbeitender Elektrizitätsversorger. Allerdings sind die Länder mit dem stärksten Strompreisanstieg auch die mit den schwächsten Staatsfinanzen, etwa Italien und Spanien.

EZB-Direktoriumsmitglied Isabel Schnabel hat zuletzt viel zu den Auswirkungen steigender Energiepreise auf die Inflation gesagt, vor allem zu steigenden Inflationserwartungen. Es war deshalb durchaus beruhigend, dass sie in ihrem Interview mit der Financial Times letzte Woche meinte: *„Da die Eskalation der Krise vermutlich Wachstum und Geschäftsklima dämpft, auch durch mögliche Sanktionen, halte ich eine schnellere Normalisierung der Geldpolitik jetzt für unwahrscheinlich.“* Und doch wird nervösen Anlegern aufgefallen sein, dass sie auf eine Normalisierung nicht verzichten will. Trotz der Ukraine-Krise hat sie nicht einmal daran gedacht, die Wirtschaft stärker zu stützen. Die Draghi-Lehre ist passé.

Zinsen und Unsicherheit

Wenn die Investoren genau wüssten, wie stark die Zinsen jetzt noch steigen, könnten sie ihre Portfoliostrategien leichter an ihren Langfristzielen ausrichten. Tatsache ist, dass der Zinsausblick unsicher bleibt. Wir wissen weder, wie lange die Zinsen angehoben werden, noch inwieweit die Notenbanken dabei synchron vorgehen. Wir kennen weder den Endpunkt der Zinserhöhungen noch ihre Folgen für Wirtschaftswachstum und Anlageerträge. Portfoliomanager müssen schwierige Entscheidungen treffen. Sie müssen überlegen, ob sie sich gegen weitere Zinserhöhungen absichern sollen. Sollen sie mit weniger Wachstum und fallenden Bewertungen rechnen?

Der wichtigste Unsicherheitsfaktor ist die Inflation – und die Reaktion der Notenbanken auf die höhere Teuerung in den nächsten ein bis zwei Jahren. Und die Lage in der Ukraine macht es nicht besser. Die Energiepreise sind drastisch gestiegen und werden für eine höhere Teuerung sorgen – und vielleicht auch für eine schwächere Weltkonjunktur. Angesichts der jüngsten Entwicklungen rechnen die Märkte aber nicht mit einer noch sehr viel strafferen Geldpolitik. Man geht zwar davon aus, dass die Zinsen in den meisten wichtigen Regionen in den nächsten ein oder zwei Jahren schnell steigen. An den Terminmärkten scheint man aber anzunehmen, dass nach den ersten Zinsschritten nicht mehr viel passiert. Sowohl am Spot- als auch am Terminmarkt sind die Zinsstrukturkurven flach, und die Renditeerwartungen passen zu im Vergangenheitsvergleich sehr maßvollen Leitzinserhöhungen. Zur Verdeutlichung: An den Terminmärkten wird für die meisten wichtigen Währungsräume nur ein Anstieg der Zehnjahresrendite um 30 bis 60 Basispunkte in den nächsten fünf Jahren erwartet.

Am Markt geht man davon aus, dass moderate Zinserhöhungen ausreichen, damit eines der beiden folgenden Szenarien eintritt: Die erste Möglichkeit ist ein Rückgang der Inflation, wenn die Lieferengpässe nachlassen und die Energiepreise irgendwann wieder fallen. In diesem Szenario, das sich allerdings bald in den Daten zeigen müsste, brauchen die Notenbanken die Geldpolitik nicht so stark zu straffen. Die zweite, für risikobehaftete Wertpapiere ungünstigere Möglichkeit ist, dass die Marktentwicklungen bereits ausreichen, um das Weltwirtschaftswachstum so stark zu schwächen, dass die Notenbanken ebenfalls nicht mehr viel tun müssen. Die Zeit – und die Daten – werden zeigen, welches Szenario das richtige ist. Auch der Ukraine-Krieg muss berücksichtigt werden. Möglicherweise werden die Notenbanken ihre Geldpolitik deshalb nicht so stark straffen wie manche Beobachter und die jüngsten Kursbewegungen nahelegen.

Wenn sich die weltpolitische Lage nicht noch massiv verschlechtert, scheint die Anpassung der Inflations- und Zinserwartungen aber weitgehend abgeschlossen zu sein, ebenso wie die Bewertungskorrektur von Credits und Aktien. Die langfristigen Inflationserwartungen haben sich stabilisiert. An den Terminmärkten rechnet man nur mit etwas höheren Zinsen, und die Aktienkurse sind verglichen mit früheren Zinserhöhungszyklen schon recht stark gefallen. Je nachdem, wie es in der Ukraine weitergeht, kann die bestmögliche kurzfristige Marktentwicklung eine etwas niedrigere Inflation im Frühjahr sein, sodass sich die Zinserwartungen stabilisieren könnten. Wenn auch weiterhin ordentliche Fundamentaldaten für Wachstum sorgen, könnten die Märkte positiv darauf reagieren.

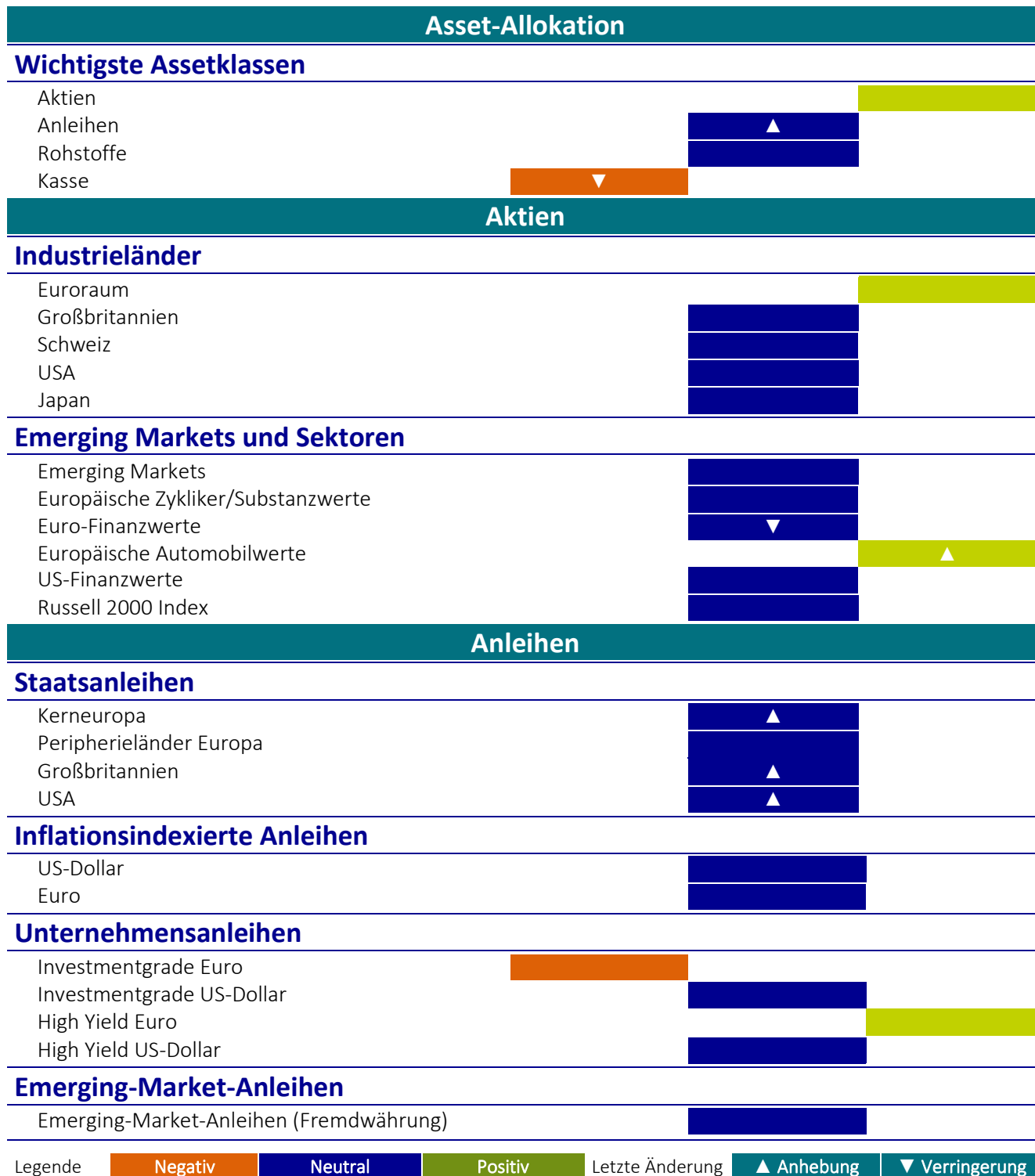
Längerfristig müssen wir abschätzen, ob die Finanzrepression die Märkte noch immer verzerrt und ob dies wegen der Normalisierung irgendwann nachlässt. Finanzrepression führt zu flachen Zinsstrukturkurven, eher geringen Zinserhöhungen und – gemessen an der Inflation – hohen Kurs-Gewinn-Verhältnissen. Auch die Realrenditen sind dann extrem niedrig. Vielleicht wird

die Verringerung der Notenbankbilanzsummen höhere Realrenditen und steilere Zinsstrukturkurven bewirken. Das könnte dann zu einem Problem für Wachstumsaktien werden, wie schon in den ersten Wochen des Jahres. Natürlich haben die Notmaßnahmen der Notenbanken zu Beginn der Pandemie deren Kurse steigen lassen, sodass ein Ende der Maßnahmen mindestens zu einer Normalisierung führt. Je schneller dies geht, entweder durch Zinserhöhungen oder durch eine Bilanzsummenverringerung, desto größer ist das Risiko einer ausgeprägteren Korrektur. Vielleicht sollte man auch deshalb mit einer behutsamen Normalisierung der Notenbankbilanzen rechnen.

Erfreulich ist unterdessen, dass nach den jüngsten Quartalszahlen viele Unternehmen, deren Kurse stärker auf die Langfristrenditen reagieren, weiter ordentliche Langfristerträge erzielen. Wenn die Pandemie zu Ende geht, können die Energiewende sowie Verbesserungen der Logistik und des Lieferkettenmanagements hier für nachhaltiges Wachstum sorgen. Erneuerbare Energien, Digitalisierung und Automatisierung werden auch über den derzeitigen Zinszyklus hinaus interessante Themen bleiben. Die Bewertungen von Aktien, vor allem von ausgeprägten Wachstumswerten, könnten bei steigenden Anleiherenditen fallen. Wegen ihres überdurchschnittlichen Gewinnwachstums können diese Titel aber auch dann noch als Kerninvestments gelten. Auf sehr kurze Sicht werden allerdings die Entwicklungen in der Ukraine die Kurse bestimmen. Vielleicht ergeben sich sogar noch günstigere Einstiegchancen für langfristige Investoren.

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

Unsere Sicht auf Anlageklassen



Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 22. Februar 2022

Konjunkturprognosen im Überblick

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 21. Februar 2022

* Prognose

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 21. Februar 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) | +0,25 (0,5–0,75) | +0,25 (0,75–1) | +0,25 (1–1,25) |
| Euroraum (EZB) | Datum | | 3. Feb. 10. März | 14. April 9. Juni | 21. Juli 8. Sep. | 27. Okt. 15. Dez. |
| | Leitzins | -0,50 | k.Ä. (-0,50) | k.Ä. (-0,50) | k.Ä. (-0,50) | +0,25 (-0,25) |
| Japan (BoJ) | 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. |
| | Leitzins | -0,10 | k.Ä. (-0,10) | k.Ä. (-0,10) | k.Ä. (-0,10) | k.Ä. (-0,10) |
| Großbritannien (BoE) | Datum | | 3. Feb. 17. März | 5. Mai 16. Juni | 4. Aug. 15. Sep. | 3. Nov. 15. Dez. |
| | Leitzins | 0,25 | +0,25 (0,5) | +0,25 (0,75) | +0,25 (1) | k.Ä. (1) |

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 21. Februar 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.

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