

# Monatsbriefing

## Gilles Moëc

AXA Group Chief Economist  
und Head of AXA IM Research

## Chris Iggo

Chair of the AXA IM Investment  
Institute und CIO of AXA IM Core



## Wie viel ist zu viel?

### Im Überblick

- Die Zinsen könnten noch „etwa neutral“ sein, obwohl die Finanzbedingungen insgesamt schon restriktiv sind. Das Risiko steigt, dass die Notenbanken „zu weit“ gehen.
- Die Märkte machen es der Geldpolitik nicht leicht. Die steigende Volatilität weckt Zweifel an der Stabilität auch bislang ruhiger, eher unbekannter Märkte.
- Investoren drohen kurzfristig weitere Verluste. Die langfristigen Ertragsaussichten könnten sich aber verbessern.
- Die in den Kursen schon berücksichtigten weiteren Zinserhöhungen und die Ausweitung der Credit Spreads lassen kurz laufende Anleihen sehr attraktiv erscheinen.

### Welcher Zins ist neutral?

Solange der amerikanische Arbeitsmarkt stabil bleibt und die Löhne weiter so stark zulegen, wird die Fed bei ihrer scharfen Rhetorik bleiben und die Geldpolitik weiter straffen. Alle anderen Notenbanken – auch die EZB – müssen dem folgen, egal wie es um die Konjunktur in ihren Ländern bestellt ist. Sonst droht eine Währungsabwertung und damit eine noch höhere importierte Inflation. Diese unglückliche Kombination setzt die Finanzmärkte weiter unter Druck. Risikobehaftete Titel leiden unter höheren Zinsen, die Ausfallwahrscheinlichkeit steigt, und die Unternehmensgewinne fallen – denn schließlich droht eine Rezession.

Die Fed muss ihre Geldpolitik jetzt so stark straffen, dass sich der US-Arbeitsmarkt wieder beruhigt. Die immer frustrierendere Notenbank kann die jüngsten Daten nur so deuten, dass sie den Leitzins weiter erhöhen muss – und zwar deutlich über den neutralen Wert hinaus. Die Geldpolitik soll also restriktiv werden. Dabei ist das Risiko einer zu starken Straffung nicht von der Hand zu weisen. Die heutige Arbeitsmarktlage ist das Ergebnis der Geldpolitik von vor sechs bis neun Monaten. Wirkungsverzögerungen sind der Fluch der datenorientierten Geldpolitik. Der Grat zwischen „restriktiv“ und „zu restriktiv“ ist schmal.

Obwohl man durchaus einschätzen kann, wie restriktiv die Geldpolitik ist, hat das Konzept des neutralen Leitzins zwei Schwächen. Erstens ist der neutrale Zins in Echtzeit nur sehr schwer zu ermitteln, und zweitens kann es irreführend sein, sich allein auf den Leitzins zu beschränken. Für die Wirtschaft, und damit für die Inflation, sind auch die Finanzbedingungen insgesamt wichtig. Die Grenzen des Leitzinskonzepts machen die Märkte verständlicherweise nervös, drohen doch geldpolitische Fehler. In der Theorie hängt der neutrale Leitzins vom trendmäßigen Potenzialwachstum und der Sparquote der Volkswirtschaft ab. Beides lässt sich in Echtzeit nicht exakt beobachten. Weil die aktuellen Angebotsengpässe das Potenzialwachstum dämpfen und die wachsende

Unsicherheit Haushalte und Unternehmen vorsichtiger machen könnte, ist der neutrale Zins zuletzt vielleicht gefallen. Dann wäre auch die Outputlücke geschrumpft. Die Differenz zwischen dem tatsächlichen BIP und dem Produktionspotenzial wäre also kleiner geworden. Die Zinsen müssten dann schneller erhöht werden, damit die Outputlücke wieder zunimmt, um die Inflation einzudämmen. Allerdings müssten die Zinserhöhungen auch früher beendet werden, da die Geldpolitik dann schon früher restriktiv wäre.

Das größte Problem dürfte zurzeit aber sein, dass sich die Finanzbedingungen nicht allein am Leitzins festmachen lassen. In den USA hat ein simpler Indikator – der ungewichtete Durchschnitt der zehnjährigen Staatsanleiherenditen, der Rendite zehnjähriger Unternehmensanleihen mit BBB-Rating und der 30-jährigen Hypothekenzinsen – mittlerweile einen Wert erreicht wie zuletzt in der internationalen Finanzkrise 2008/2009. Auch die Refinanzierungslücke der Unternehmen ist so groß wie zuletzt während der Krise, und das sogar auf beiden Seiten des Atlantiks. Im Euroraum, wo der Anteil an Bankkrediten hoch ist, kommt es vor allem auf das Verhalten der Finanzinstitute an. Der jüngste Bank Lending Survey der EZB, veröffentlicht am 25. Oktober, könnte ein Grund zur Sorge sein: Im 3. Quartal 2022 sind die Bedingungen für Unternehmenskredite stärker gestrafft worden als während der kurzen, aber heftigen Marktturbulenzen zu Beginn der Pandemie, und die Banken haben für das 4. Quartal eine weitere deutliche Straffung angekündigt. Allgemein geht man davon aus, dass der Leitzins im Euroraum erst Ende 2022 den oberen Rand der neutralen Spanne erreicht. Die Finanzbedingungen könnten aber schon jetzt restriktiv sein.

Die meisten Notenbanken gehen davon aus, dass ihre Geldpolitik linear wirkt, dass also die Wirtschaft nur langsam auf Änderungen reagiert. Aber auch eine plötzliche Reaktion ist niemals auszuschließen, vor allem, wenn ein Schwellenwert überschritten wird. Das ist umso wahrscheinlicher, je schneller die Geldpolitik gestrafft wird. Dass die Notenbanken die Straffung dann schnell beenden könnten, ist nur ein schwacher Trost für Investoren, die risikobehaftete Wertpapiere gekauft haben. Schließlich würden sich die Fundamentaldaten und wohl auch die Marktliquidität erst noch weiter verschlechtern, bevor die Notenbanken zu Hilfe eilen.

## **Die Volatilität fordert die Geldpolitik heraus**

Wenn die Finanzbedingungen schneller straffer als die Leitzinsen erhöht werden, droht Volatilität. Für die Notenbanken ist das nicht einfach – und die Investoren müssen einschätzen, ob fallende Kurse die Geldpolitik zum Umschwenken veranlassen könnten und welche Konsequenzen das hat. Bei der aktuellen Marktlage sind extreme Kursbewegungen und Kehrtwenden der Geldpolitik wahrscheinlicher als sonst. Kurzfristig droht dadurch aber auch mehr Volatilität, und das Verlustrisiko wächst. Andererseits dürften sich die Langfristaussichten verbessern.

Der wichtigste Grund für die schwierige Marktlage ist die höchste Inflation seit 40 Jahren, die die Geldpolitik vor große Herausforderungen stellt. Die Notenbanken setzen noch immer auf eine Straffung. Sie stemmten sich im Sommer gegen Markterwartungen, dass die Geldpolitik wieder gelockert würde, und brachten die Investoren dazu, mit immer höheren Zinsen zu rechnen. Seit der Rallye im Sommer sind die Leitzinserwartungen auf beiden Seiten des Atlantiks um mehr als 120 Basispunkte gestiegen. Nach ihrem Selbstverständnis haben die Notenbanken dank ihrer Unabhängigkeit und ihrer klaren Inflationsziele seit den 1990ern für Preisstabilität gesorgt – und sie sind sicher, den Preisauftrieb auch diesmal eindämmen zu können.

Unterdessen geht das Wachstum zurück, und die Stabilitätsrisiken nehmen zu. Wenn es irgendwann klare Anzeichen für einen Rückgang der Teuerung gibt, die Konjunkturdaten schwächer werden und finanzielle Instabilität droht, werden die Zinserhöhungen beendet. Bis dahin dürften die Märkte aber extrem nervös bleiben. In Europa spricht immer mehr dafür, dass der Euroraum in die Rezession fällt. Der Composite-Einkaufsmanagerindex (PMI) liegt jetzt seit vier Monaten unter 50, und wir rechnen damit, dass das BIP im 4. Quartal schrumpft. Und doch wird die EZB ihren Leitzins auf der Sitzung am 27. Oktober wohl um weitere 75 Basispunkte anheben. Da ist es nur zu verständlich, dass die Risikoprämien von Unternehmensanleihen und Aktien steigen. Die Investment-grade-Spreads bewegen sich wieder in Richtung ihrer Junihochs und die Kreditzinsen im Euroraum in Richtung eines Niveaus, wie wir es seit der internationalen Finanzkrise nicht mehr gesehen haben. Offensichtlich vertrauen die Märkte der Geldpolitik nicht.

Niemand hatte erwartet, dass das Ende des Quantitative Easing und der Null- oder Negativzinspolitik einfach werden würde. Aber keiner weiß wirklich, wann die Anpassung endet. Viel spricht für ein baldiges Ende der Zinserhöhungen – nicht, weil die Notenbanken den derzeitigen Leitzins für hinreichend restriktiv halten, sondern weil sie vielleicht merken, dass sie zu weit gegangen sind. Dafür sorgen dann schon die Märkte, wenn die Investoren glauben, dass genug getan worden ist, um die Inflation einzudämmen. Dazu passen die Ausweitung der Credit Spreads, die inversen Zinsstrukturkurven und die fallenden Aktienbewertungen. Natürlich liegt viel davon bereits hinter uns. Am Ende könnte daher eine Destabilisierung der Finanzmärkte die Kehrtwende auslösen.

## Märkte sind mächtig

Märkte können Änderungen der Geld- und Fiskalpolitik erzwingen. Ein aktuelles und extremes Beispiel dafür ist Großbritannien. Der gescheiterte Versuch, ungedeckte Steuersenkungen durchzusetzen, führte zu einer Währungskrise und einem Einbruch des Anleihenmarktes. Daraus entstand eine echte Krise, als fremdfinanzierte Investoren verkaufen mussten, und zwar ausgerechnet die sonst so stoischen Pensionsfonds. Die Fiskalpolitik vollzog eine 180-Grad-Wende, die Bank of England legte ein Notfallkaufprogramm auf, und einmal mehr wurde ein Premierminister ausgetauscht. All das zeigt deutlich, dass eine Destabilisierung der Märkte niemals auszuschließen ist.

Die Botschaft an die britische Regierung ist eindeutig: „Setze niemals die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen aufs Spiel.“ Die Währungsmärkte haben zurzeit eine ähnliche Botschaft für die japanische Regierung. Auch sie soll ihre Glaubwürdigkeit nicht aufs Spiel setzen, indem sie den lange erwarteten Inflationsanstieg ignoriert. Die sogenannte Zinsstrukturkurvensteuerung, die den japanischen Zehnjahreszins seit 2015 unter 0,5% hält, muss unbedingt angepasst werden. Anderenfalls dürfte der Yen weiter abwerten, weil die Renditen in allen anderen Ländern steigen. Die japanischen Währungsreserven würden schrumpfen, und die Liquidität im Land selbst würde wesentlich stärker abnehmen als bei einer geordneten Anpassung der Geldpolitik. Wie auch immer: All das spricht nicht für Anlagen in Japan.

## Schon jetzt bessere Aussichten für defensive Strategien

Da die Marktvolatilität die Geld- und Fiskalpolitik mehr und mehr auf die Probe stellt, bleiben die Zeiten für Anleger schwierig. Und doch gibt es Anzeichen für höhere Erträge im nächsten Jahr. Weil bereits sehr starke Zinserhöhungen in den Kursen berücksichtigt sind und sich die Credit Spreads ausgeweitet haben, scheinen kurz laufende Anleihen sehr attraktiv. Zins- und Kreditrisiken halten sich daher in Grenzen, und sowohl mit dollar- als auch mit eurodenominierten Anleihen scheinen Renditen deutlich über dem erwarteten Leitzinsmaximum möglich. Viel spricht deshalb dafür, dass man nach mehreren verlustreichen Quartalen mit Anleihen nächstes Jahr wieder etwas verdient.

Risikoreichere Titel – High-Yield-Anleihen und Aktien – könnten hingegen noch mehr verlieren, bevor eine Kehrtwende der Notenbank hilft. Aber die Bewertungen sind im Vergangenheitsvergleich zurzeit sehr günstig. Die Gewinnerwartungen mögen zwar noch nicht so stark gefallen sein wie die BIP-Prognosen für 2023 und 2024, aber die Kurse sind schon stark zurückgegangen. Vor allem außerhalb der USA sind die Märkte niedrig bewertet, selbst wenn eine Rezession kommt. Manche Analysten meinen, dass es erst noch zu einem abschließenden Ausverkauf kommen muss, vielleicht ausgelöst durch schwache Unternehmensgewinne, bevor sich der Markt wieder erholt. Vielleicht kommt es aber auch erst dann zu einer Bodenbildung, wenn Zinsen und Anleiherenditen nicht mehr steigen und die Konjunkturdaten klar eine Rezession anzeigen. All das erleben wir vielleicht schon sehr bald.

## Zinsmaximum in Sicht

Die Notenbanken schaffen sich selbst die Voraussetzungen für ihre eigene Kehrtwende. Wegen der trotz nachlassenden Wirtschaftswachstums massiven Straffung der Geldpolitik und zunehmender Marktinstabilität könnten die Märkte eine Änderung erzwingen. Wenn die Inflation 2023 wie erwartet nachlässt, wird man vielleicht keine starke Rezession mehr riskieren wollen. Zinsen und Renditen werden demnächst höher sein als während des Quantitative Easing, doch wenn die Notenbanken in den nächsten zwei Jahren die Zinserhöhungen beenden und schließlich ihre Geldpolitik wieder lockern, können sich Investoren auf bessere Zeiten freuen. Das Anlageziel können dann wieder Gewinne sein statt wie dieses Jahr nur der Schutz vor Verlusten.

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

## Unsere Sicht auf Assetklassen

### Asset-Allokation

#### Wichtigste Assetklassen

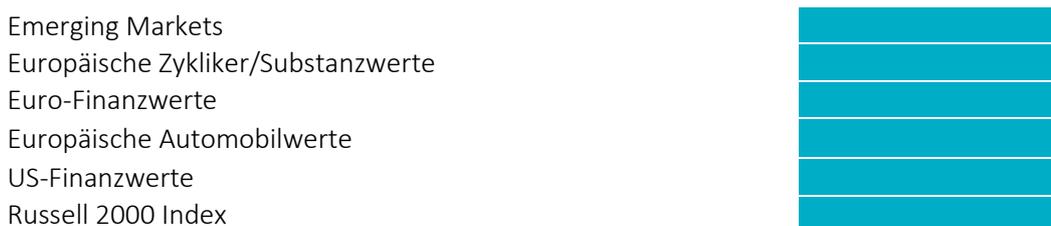


### Aktien

#### Industrielländer

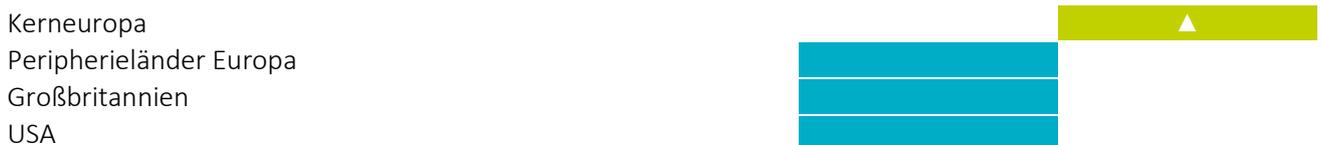


#### Emerging Markets und Sektoren



### Anleihen

#### Staatsanleihen



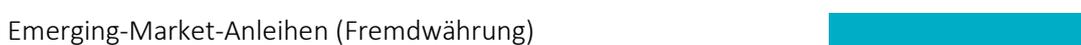
#### Inflationsindexierte Anleihen



#### Unternehmensanleihen



#### Emerging-Market-Anleihen



Legende Negativ Neutral Positiv Letzte Änderung ▲ Anhebung ▼ Verringerung

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 26. Oktober 2022

## Konjunkturprognosen im Überblick

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 25. Oktober 2022

\* Prognose

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 25. Oktober 2022

\* Prognose

Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

## Zentralbankprognosen

		Zentralbankpolitik				
		Sitzungen und erwartete Änderungen (Zinsen in Bp./QE in Mrd.)				
		Aktuell	3. Quartal 2022	4. Quartal 2022	1. Quartal 2023	2. Quartal 2023
USA (Fed)	Datum		26.–27. Juli	1.–2. Nov.	31.–1. Jan./Feb.	2.–3. Mai
	Leitzins	1,50–1,75	20.–21. Sep.	13.–14. Dez.	21.–22. März	13.–14. Juni
			+1,5 (3,00–3,25)	+1,25 (4,25–4,50)	+0,25 (4,50–4,75)	k.Ä. (4,50–4,75)
Euroraum (EZB)	Datum		21. Juli	27. Okt.	2. Feb.	4. Mai
	Leitzins	-0,50	8. Sep.	15. Dez.	16. März	15. Juni
			+1,5 (0,75)	+1,0 (1,75)	0,25 (2,00)	k.Ä. (2,00)
Japan (BoJ)	Datum		20.–21. Juli	27.–28. Okt.	Jan.	Mai
	Leitzins	-0,10	21.–22. Sep.	19.–20. Dez.	März	Juni
			k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)
Großbritannien (BoE)	Datum		4. Aug.	3. Nov.	3. Feb.	5. Mai
	Leitzins	1,00	15. Sep.	15. Dez.	17. März	16. Juni
			+1,00 (2,25)	+1,25 (3,50)	+0,75 (4,25)	k.Ä. (4,25)

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 25. Oktober 2022

Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.



**Investment Institute**

## Besuchen Sie das Investment Institute

*Mehr Analysen unserer Experten aus Research und Investment, damit Sie bessere Anlageentscheidungen treffen können*

ZUM INVESTMENT INSTITUTE

#### 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 Marktstatistiken. 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